

L'AMENAGEMENT
DE LA
DETTE PUBLIQUE INTÉRIEURE
DEPUIS LA
FIN DE LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT
présentée et soutenue le 9 Juin 1931, à 14 heures

PAR

Jean LARRIEU

Président : M. G. JÈZE, Professeur

Assesseurs : { MM. ALLIX
LESCURE } *Professeurs*

LIBRAIRIE
DU

RECUEIL SIREY

(Société Anonyme)

22, rue Soufflot — PARIS (V^e)

1931

THÈSE POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions émises dans les thèses, ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

L'AMENAGEMENT
DE LA
DETTE PUBLIQUE INTÉRIEURE
DEPUIS LA
FIN DE LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT
présentée et soutenue le 9 Juin 1931, à 14 heures

PAR

Jean LARRIEU

Président : M. G. JÈZE, Professeur

Assesseurs .. { MM. ALLIX } Professeurs
LESCURE }

LIBRAIRIE
DU
RECUEIL SIREY
(Société Anonyme)
22, rue Soufflot — PARIS (V°)

1931



AVANT-PROPOS

C'est une entreprise bien audacieuse que celle d'écrire l'histoire financière de la France au cours des dix dernières années.

Les divers aspects des problèmes d'après-guerre ont été étudiés dans de nombreuses études aussi fouillées que fragmentaires; il nous a paru utile d'en faire un exposé d'ensemble.

Tâche difficile par son ampleur et qui peut paraître vaine lorsqu'on connaît la qualité des ouvrages publiés par des maîtres éminents des sciences économiques et financières.

Les critiques des techniciens, les passions politiques ont jeté un jour peu favorable sur l'œuvre de nos ministres des Finances et du Parlement et il n'est pas certain que le régime parlementaire en soit sorti grandi. On doit cependant reconnaître pour sa défense que sa souplesse a permis dans diverses circonstances des redressements inespérés; si trop souvent il a failli à sa tâche il faut rejeter une part de responsabilité sur les faiblesses et les travers de la nature humaine.

L'auteur n'entend pas entreprendre une défense systématique de nos dirigeants mais il lui est apparu que trop d'inexactitudes ont été répandues à l'intérieur et au delà des frontières sur notre politique financière; il se propose de l'examiner en toute impartialité, en toute objectivité, n'ayant d'autre guide dans ses jugements et ses critiques que les règles dégagées par les maîtres de la science de finances et la lumière éclatante des chiffres, malgré tout plus difficiles à solliciter que des textes.

On chercherait vainement de la synthèse dans cette

étude qui se bornera à l'observation et à l'analyse des faits.

Pour bien comprendre cette histoire il est indispensable de la situer dans le milieu psychologique, politique, économique et social et de marquer le caractère international de la liquidation de la guerre.

Le milieu politico-social

Les rapports du Français avec l'Etat sont plutôt tendus. L'Etat, ce n'est pas cette grande société qui assure la sécurité intérieure et extérieure, construit des routes, dispense l'enseignement, gère les finances publiques, subventionne des institutions, assure les communications postales et télégraphiques, non, l'Etat c'est une administration tatillonne qui se plaît à entraver les activités, à pressurer les contribuables, à multiplier les atteintes à la liberté !

C'est que nous avons une idée fausse de la liberté qui ne saurait aller sans une certaine discipline. Cette conception erronée est fille de l'individualisme de 89 que le besoin, la joie de vivre après les fatigues morales et physiques de la guerre semble avoir exalté. Cet individualisme est sans conteste une des belles qualités de notre race mais en combien de circonstances, étouffant le sentiment de la solidarité nationale, n'a-t-il pas fait échec aux réformes les plus urgentes.

Il est devenu un danger par la forme collective que lui ont donnée les nombreux groupements nés de la guerre, pour la défense des intérêts particuliers, sans cesse dressés contre l'intérêt général.

Ces associations, même lorsqu'elles sont fondées sur un sentiment de solidarité très respectable, dépassent trop souvent leur objet et ont une tendance de plus en plus marquée à se substituer aux représentants de la nation, usant de tous les moyens de pression et même de chantage¹.

1. « Nous attachons une grande importance à votre action et à votre vote sur ces questions et il en sera fait mention dans les nombreuses conférences qui seront faites dans votre circonscription. » (Extrait d'une circulaire, entre fait d'autres, adressée à un membre du Parlement.)

Par son action, l'individualisme corporatif compromet la souveraineté nationale; on va même vers ce paradoxe de la disparition de la personnalité, l'individu abdiquant ses prérogatives entre les mains des dirigeants de ces grands groupements qui rappellent les vieilles corporations. Il a suffi d'un siècle et demi pour amoindrir une des plus chères conquêtes de nos pères, la liberté individuelle.

Il en est résulté une régression de l'activité, de l'initiative individuelle, un recours abusif à l'Etat Providence et ce flot sans cesse renouvelé de revendications qui tend à transformer, ainsi que l'écrivait M. Dariac, le budget national en budget d'assistance. Encore quelques années et la démagogie aidant, l'Etat pourra reprendre la devise des César « Divus Augustus, Pater, Providens ».

Ces tendances n'ont certes pas favorisé l'action des pouvoirs publics, non moins contrariée par notre esprit critique qui s'égare en vaines discussions lorsque l'heure est à l'action, se complaît dans le dénigrement des institutions et des dirigeants, fournissant des éléments aux campagnes perfides entreprises à l'étranger sur notre politique financière en particulier.

Peuple léger, a-t-on dit du peuple français. Reproche mérité si on entend par là que nous avons l'enthousiasme facile, parfois le découragement, que nous pratiquons l'oubli des injures, que nous sommes insouciantes devant le danger dont nous oublions trop vite les leçons. De cette insouciance, la politique financière fournit un exemple frappant : hier le Trésor aux abois était incapable de faire face à ses échéances; des impôts écrasants, une politique de parfait équilibre budgétaire lui ont procuré des réserves abondantes et voici qu'on songe à le mettre au pillage.

Ce tableau un peu sombre semble un nouveau sacrifice à l'esprit critique. Il n'en est rien et nous avons voulu souligner ces nouvelles tendances qui ont pu donner leur empreinte à la politique financière d'après-guerre. Nous aurons d'ailleurs l'occasion de rappeler, au cours de cette étude, le rôle capital joué par le facteur psychologique.

Il en est un autre, dont M. Gaston Jèze et de nombreux

auteurs ont montré l'importance, c'est le facteur politique.

C'est que la liquidation de la guerre a posé avec une acuité inégalée le problème de la répartition des charges publiques entre les individus.

Dix ans de la vie publique ont été dominés par la recherche de la solution de ce problème et la question de savoir qui en ferait les frais, des impôts directs ou des impôts indirects.

Les hésitations, les erreurs — et il y en a eu — ont été imputées à crime aux dirigeants mais le pays en a sa responsabilité qui n'a pas su dégager de majorités sur des programmes trop inspirés, sans doute, de préoccupations de classe ou de doctrines.

La guerre, il est vrai, a changé l'orientation des esprits et la prépondérance donnée aux questions matérielles a fait éclater les vieilles formules politiques.

Plus de politique, disaient au lendemain de la guerre ceux qui, ayant souffert dans les tranchées, entendaient par là bannir les événements douloureux qui autour de l'armée et de la religion divisaient hier les Français en deux camps hostiles.

Formule heureuse sans doute du point de vue philosophique et moral mais qui ne pouvait avoir tout son sens à une heure où les intérêts particuliers et collectifs allaient se dresser les uns contre les autres pour se dérober aux charges de la liquidation de la guerre.

Elle a cependant porté des fruits, nous n'osons pas dire la pomme de discorde, et contribué à la confusion des formations politiques et des programmes.

L'échiquier parlementaire s'en est trouvé complètement modifié. Tel grand parti qui a gouverné le pays pendant de longues années a été éloigné peu à peu de la direction des affaires; s'il s'est retiré parfois sur l'Aventin, l'expérience a démontré qu'il pouvait former difficilement l'axe d'une majorité. Dans le même temps, à sa gauche, et le grignotant, les adversaires de la propriété individuelle, pratiquant une politique toute de mirage et de facilité grandissaient en nombre et en influence tandis qu'à sa droite s'organisait

un parti composé de nombreux représentants du capitalisme et s'affirmant plus particulièrement défenseur des grands intérêts nationaux et agricoles.

Les conséquences : L'instabilité ministérielle qui a été une des caractéristiques de notre vie publique, l'absence de cohésion, de largeur et d'unité de vues, une politique au jour le jour, « du chien crevé au fil de l'eau » selon une expression célèbre, et naturellement l'empirisme régnant en maître alors que l'ampleur des problèmes de l'après-guerre appelait un plan rationnel et aux vastes horizons.

Au lieu de gouverner, de donner des directives au pays, il semble que tous les partis, ayant sans doute leurs programmes, aient été trop préoccupés de leur accroissement numérique et cette préoccupation a ajouté à la confusion déjà grande.

Cette confusion s'est traduite par des solutions fragmentaires, imposées toujours par les circonstances et par une répartition inique des charges de la guerre qui a touché durement la classe moyenne, les salariés et les familles nombreuses.

Solution d'ailleurs bien paradoxale à une époque où est né le salaire familial et qui a vu se développer, sous les formes les plus diverses, la sollicitude publique et privée pour les chefs de famille. Outre les fonctionnaires près de 3 millions de salariés reçoivent des indemnités pour charges de famille.

C'est que les questions sociales, envisagées sous l'angle de la natalité, sont venues au premier rang des préoccupations des pouvoirs publics.

Ainsi le projet de budget 1930¹ souligne qu'au titre de ce budget on réduit de 700 millions les ressources demandées aux impôts directs frappant les contribuables chargés de famille et celles qui proviennent des petites et moyennes successions.

La notion des charges de famille pénètre plus profondément dans l'impôt. Elle répond à une nécessité nationale, les terribles pertes de la guerre se faisant durement sentir dans un pays de faible natalité comme le nôtre et aussi à

1. Exposé des Motifs, p. XXI.

une idée de justice fiscale : elle permet en effet de compenser l'incidence des impôts indirects et même directs, car c'est une erreur de croire que seuls les impôts indirects ont une répercussion sur le coût de la vie.

Initiative heureuse au milieu de tant d'infortunes causées par la dévalorisation de la monnaie et de cette lente révolution qui a opéré une sorte de nivellement à la base, un déclassement des valeurs sociales, l'appauvrissement de la vieille bourgeoisie supplantée par les profiteurs qui ne sont pas tous des profiteurs de guerre.

La liquidation de la guerre a fait de nombreuses victimes mais il y a eu une responsabilité générale : la lutte pour le « Standard of life », la notion de la valeur de l'argent perdue, une vague de matérialisme déferlant sur toutes les classes de la société ont jeté la perturbation non seulement dans le domaine financier mais dans le domaine économique.

Dans le discours qu'il prononçait à Carcassonne à la veille des élections de 1928, M. Poincaré a tracé un tableau saisissant de cette période. « Comme tous les peuples courbaturés par les fatigues de la guerre, et même plus que d'autres parce qu'elle a plus souffert, la France a éprouvé en ces dernières années une sorte de malaise physique et moral qui a momentanément altéré ses forces vives et affaibli ses facultés traditionnelles. Elle n'a pas, tout de suite, réagi avec assez d'indignation contre la recherche des gains rapides, l'insolence des nouveaux riches, l'indulgence pour tous les moyens de succès et de fortune, le relâchement dans le travail et l'épargne ».

Relâchement dans le travail et l'épargne, déséquilibre de la production et de la consommation, voilà, à notre sens, les principales sources de nos maux. Et c'est sans doute aussi parce que nos dirigeants se sont tournés uniquement vers la liquidation politique et financière de la guerre qu'ils n'ont pas entrevu la nécessité primordiale du redressement de l'économie nationale et qu'ils n'ont pas su l'exploiter une fois réalisé.

Avant d'entreprendre l'étude de la dette publique, il est indispensable de tracer rapidement le développement de l'activité économique.

LES PHÉNOMÈNES ÉCONOMIQUES

De nombreux auteurs ont mis en évidence le rôle des phénomènes économiques qu'il est impossible d'ignorer lorsqu'on étudie les finances d'un pays.

Il y a entre l'activité économique et la fiscalité un lien intime que le législateur a trop souvent oublié : l'impôt a sa répercussion sur les prix de revient, partant sur le coût de la vie et c'est ainsi que s'est noué lentement ce cercle infernal de vie chère et d'inflation budgétaire que quatre ans de stabilisation de fait et légale n'ont pas permis de dénouer.

On a beaucoup parlé à l'occasion de la guerre de la faillite¹ de l'Economie Politique et on a raillé les techniciens aux yeux desquels une guerre de longue durée était impossible.

Les hostilités ont bien duré au delà de leurs prévisions, mais il en est résulté un tel bouleversement de l'économie mondiale qu'on est bien obligé de reconnaître la justesse de ces prévisions.

Les événements de ces dix dernières années ont été une confirmation éclatante de la valeur des lois économiques qui ont pris une revanche sévère pour avoir été trop mécon nues — il ne pouvait en être autrement — dans des circonstances exceptionnelles.

On a malheureusement continué à les ignorer comme d'ailleurs les avertissements des théoriciens, notamment dans la question des réparations; la liquidation financière de la guerre s'en est trouvée retardée et le temps n'a fait qu'aggraver notre situation.

1. Voir sur ce sujet la thèse de M. Henry Germain Martin, *De la prétendue faillite des lois économiques*, librairie Moderne de Droit et de Jurisprudence, 1925.

La guerre avait détruit des richesses par milliards et enlevé à la production des hommes par centaines de mille. La reconstitution progressive de la richesse nationale s'imposait comme une tâche urgente et aussi le redressement d'une balance commerciale dont le déficit se chiffrait à 25 milliards en 1919 contre 1.500 millions en 1913.

Au point de vue économique l'ère de paix s'ouvre sous de mauvais auspices.

La loi du 23 avril 1919 institue la journée de huit heures. Ce n'est pas ici le lieu de juger les avantages incontestables de cette loi au point de vue social et familial mais cette mesure, on ne saurait le contester, fut extrêmement inopportune à cette heure.

L'Industrie Houillère

Les conditions générales étaient d'ailleurs défavorables. Les riches charbonnages du Nord et du Pas-de-Calais avaient été détruits systématiquement par les Allemands; l'industrie privée ainsi de sa clé de voûte était frappée d'un lourd handicap.

La production de charbon, déjà insuffisante avant la guerre était passée de 41 millions de tonnes en 1913 à 26 millions en 1918 pour tomber au-dessous de 25 millions en 1919. Ce déficit a été très préjudiciable aux diverses industries et il a obligé notre pays à verser un lourd tribut à l'étranger (pour les seules années 1919 et 1920¹ les importations se sont élevées à 4.775 millions de francs-or).

Le redressement de cette industrie est d'ailleurs remarquable et tout à l'honneur de ses dirigeants.

En effet le niveau de la production de 1913 — 41 millions de tonnes — est atteint fin 1923; le tonnage extrait passe à 45 millions² en 1924, progresse régulièrement de 3 millions par an et atteint 52 millions en 1926, chiffre qui a peu varié depuis (la production de 1929 a été de :

1. Importations de 1919 = 22 millions de tonnes.

Importations de 1920 = 31 millions de tonnes.

2. Ce chiffre comprend la production du bassin lorrain; l'ancien bassin n'a retrouvé son équilibre qu'en 1925.

54 millions 922 marquant un progrès sensible sur 1928 avec ses 52 millions 429).

Ce résultat n'est pas allé d'ailleurs sans une augmentation sérieuse des prix imputable d'une part aux charges fiscales et d'autre part à la loi du 24 juin 1919 qui, en instituant un nouveau mode de calcul de la durée du travail, a provoqué une diminution du rendement de 13 à 15 % et a nécessité un appel supplémentaire à la main-d'œuvre étrangère.

Il en résulte une infériorité notable de l'industrie houillère française¹; en 1928, le mineur français a produit 920 kgr. par jour contre 1.070 au mineur britannique et 1.191 au mineur westphalien.

Les exploitants ne se sont pas bornés à rétablir et à améliorer l'extraction de 1913; ils se sont employés à tirer le meilleur parti du charbon et ils ont fait de la concentration verticale : installation et développement des cokeries, production d'électricité, traitement et vente des gaz sortant des cokeries, production de substances chimiques, sulfate d'ammoniaque et benzol notamment.

Grâce à ces initiatives, la concurrence a pu être soutenue avec les industries étrangères. Une des plus heureuses a été sans conteste le développement de la production du coke, auxiliaire de la métallurgie qui est passée de 850.000 tonnes en 1920 à 7.500.000² de tonnes en 1929. Cette production est encore insuffisante et notre métallurgie reste tributaire de l'étranger pour plus de 4 millions de tonnes.

La Métallurgie

Si la production houillère est déficitaire au lendemain de la guerre, il en est de même pour la production des minerais malgré la richesse du sous-sol.

Par suite de l'annexion du bassin lorrain, les réserves en minerais de fer sont chiffrées à 4 milliards de tonnes clas-

1. Les houillères dont la production est supérieure de 25 % à celle de 1913 occupent 100.000 ouvriers de plus.

2. Sur ce chiffre, la production des cokeries de mines a été de 4.780.000 tonnes.

sant la France au second rang après les Etats-Unis, dont les réserves atteignent 4.250 millions de tonnes.

Cette richesse n'a été mise que lentement en œuvre faute de moyens financiers puissants et aussi en raison des difficultés du recrutement de la main-d'œuvre.

Le tableau ci-dessous marque les progrès de l'extraction pour le minerai de fer au cours de cette période.

(en milliers de tonnes)

1913	21.900 ¹
1922	21.096
1923	23.424
1924	18.999
1925	35.736
1926	39.486
1927	45.672
1928	49.332
1929	50.400

Le redressement de la production a été plus lent que pour l'industrie houillère, puisque le tonnage d'avant-guerre n'a été atteint qu'au cours de l'année 1927, par conséquent avec 4 ans de retard sur l'industrie houillère.

Depuis cette époque, les progrès ont été très rapides et nous avons trouvé là un appoint appréciable pour notre commerce extérieur. L'exportation de 1928 s'est élevée à 17.300.000 tonnes de minerais divers contre 10.300.000 en 1913, soit en valeur le dixième du chiffre total de nos exportations; cette exportation a permis de compenser les importations des minerais dont le sous-sol est pauvre, notamment du manganèse (221 millions de francs) et des pyrites de fer (115 millions de francs).

Mais les riches réserves du sous-sol en minerai de fer n'ont pas pu être exploitées dès la fin de la guerre pour des causes diverses et l'industrie de la métallurgie n'a pas pris l'essor qu'on était en droit d'escompter.

Avant la guerre cette industrie s'était concentrée natu-

1. 42.984 avec l'Alsace-Lorraine.

rellement dans l'Est sur le minerai et dans le Nord sur le charbon; le Centre, moins riche en minerai et en charbon, fabriquait des aciers spéciaux et des produits finis; l'industrie de cette région, éloignée des matières premières, avait été favorisée d'ailleurs par les tarifs spéciaux de transports consentis par les Compagnies de chemins de fer.

Le développement de cette industrie loin des frontières a été précieuse pour la défense nationale; elle a fourni un appoint considérable dans la guerre de matériel qui a nécessité la remise en activité de nombreux hauts fourneaux et la création de nouvelles usines électro-métallurgiques.

Aussi malgré l'invasion allemande qui nous avait privés de 64 % de la production de fonte et de 62 % de la production d'acier, la production de 1913 avait été doublée.

Mais l'état de paix a marqué l'origine d'une ère de graves difficultés.

D'une part, produisant sans contrôle pour les besoins de la défense nationale, les entreprises métallurgiques n'avaient pas serré de près les prix de revient. Dans la période de transition, il en est résulté pour elles une infériorité dans la lutte féroce qui s'est engagée pour la conquête des marchés mondiaux où elles étaient en concurrence avec les Etats-Unis, la Grande-Bretagne et l'Allemagne favorisée par un change avili.

D'autre part, nos cokeries étant en majeure partie détruites, la métallurgie s'est trouvée largement tributaire de l'étranger et les manquements de l'Allemagne dans ses livraisons de charbon et de coke ont aggravé ses embarras.

A ces difficultés de production et d'écoulement des produits à l'étranger s'ajoutait une capacité moindre de la consommation intérieure. Par ailleurs, les pouvoirs publics n'ont pas apporté à cette branche de la production nationale le concours qu'elle pouvait escompter; on a déploré, à cet égard, que le programme des constructions navales arrêté par le commissaire de la marine marchande n'ait pas été entrepris et que les commandes de matériel de chemin de fer n'aient été passées que plusieurs mois après l'armistice. Cette abstention et ces retards sont imputables

à notre état d'impréparation à la paix tant dans le domaine économique que dans le domaine politique et aussi à une situation financière obérée.

Ce concours de circonstances n'a pas permis à l'industrie du fer de jouer dans l'œuvre du relèvement national le rôle prépondérant immédiat que lui assignait la richesse du sous-sol.

Les pouvoirs publics ne doivent pas être seuls incriminés et il semble bien que les maîtres de forges aient eu leur part de responsabilités dans cette situation.

La production métallurgique exposée dans le tableau ci-dessous a suivi naturellement la progression de l'extraction du minerai de fer.

Le tonnage intérieur d'avant-guerre pour la fonte et l'acier a été atteint en 1922 et seulement en 1924 pour l'acier, en 1926 pour la fonte, le tonnage de 1913 de la France et de l'Alsace-Lorraine réunies.

Production en millions de tonnes.

	<i>Fonte</i>	<i>Acier</i>
1913	9.000 ¹	6.984 ²
1921	3.360	3.103
1922	5.126	4.470
1923	5.300	4.976
1924	7.657	6.906
1925	8.472	7.415
1926	9.352	8.385
1927	9.307	8.275
1928	10.056	9.384
1929	10.341	9.667

Ce tableau fait ressortir un déficit sérieux jusqu'en 1924-1925 et un redressement vertical depuis cette date.

Aussi la métallurgie est-elle d'un grand poids dans notre commerce extérieur. L'exportation de 1928 s'est élevée à 42.000.000 quintaux de fers, fontes et aciers (au lieu de 10 083.000 en 1913) et 2665 millions de francs en valeurs.

Les trois quarts de la production de la grosse métallurgie sont traités en France et l'excédent des exportations

1. 5.100 sans l'Alsace-Lorraine.

2. 4.614 sans l'Alsace-Lorraine.

sur les importations des produits ouvrés est appréciable pour notre commerce extérieur ainsi que le montre le tableau ci-dessous pour 1929 :

	Machines et Mécaniques	Outils et ouvrages en métaux
Exportation	2193	1851
(en millions de francs)		
Importation	2651	751

Au total, la métallurgie a fourni en 1929 près de huit milliards en faveur de la balance commerciale.

Ce résultat est d'autant plus intéressant à souligner que la production sidérurgique mondiale est passée de 75 millions de tonnes en 1913 à 110 millions en 1929 ; comme la consommation n'a pas suivi le même rythme, les exportateurs se sont heurtés sur les marchés extérieurs à la concurrence des grands pays industriels, dont les Etats-Unis d'Amérique qui viennent en tête avec 52 millions de tonnes.

Concurrence redoutable par les ressources de ce pays jeune et son organisation scientifique du travail et de la production, plus redoutable encore du fait que dans ce pays où on professe à tout propos des sentiments d'humanité envers la classe laborieuse — n'est-ce pas surtout en vue de provoquer une amélioration du sort du travailleur européen qu'ont été mis en vigueur des droits de douane protecteurs ! — les ouvriers des aciéries travaillent de dix à douze heures par jour. Mais les Etats-Unis ne sont pas les seuls adversaires de nos métallurgistes et on connaît les ressources de pays tels que l'Angleterre et l'Allemagne.

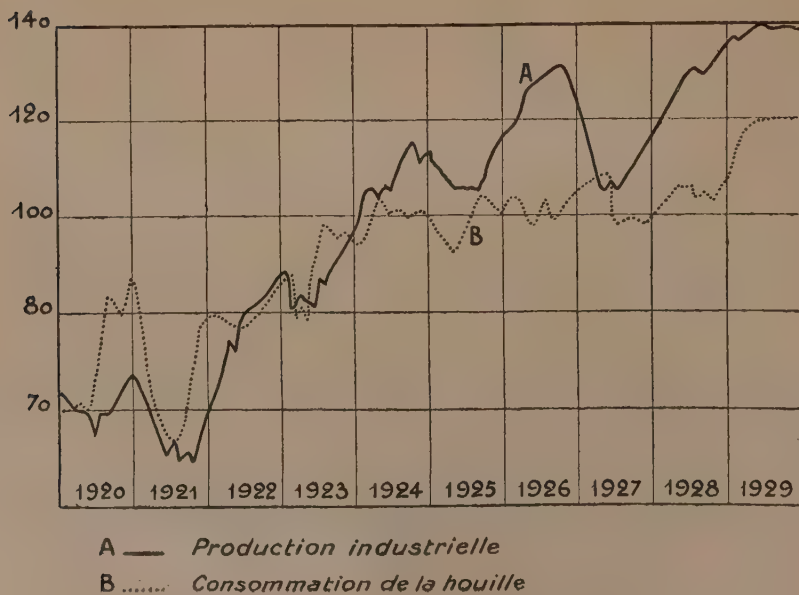
La production augmentant sans cesse ne pourra être écoulée que par l'ouverture de débouchés nouveaux et par le développement de la consommation intérieure ; de ce côté des progrès sensibles ont été enregistrés puisqu'elle est passée de 150 kgs par tête d'habitant en 1913 à 300 kgs en 1930.

Il semble d'ailleurs que les industriels de divers pays aient compris le danger de la surproduction ; pour y parer ils ont conclu des ententes et des cartels qu'il ne nous appartient pas d'examiner ici.

Pour mesurer notre activité économique, il faudrait passer en revue d'autres industries, dont celle des textiles, mais cette étude dépasserait le cadre que nous nous sommes tracé et nous nous bornerons à marquer les principales caractéristiques de la courbe de la production industrielle qu'on trouvera en annexe.

Cette production représentait en 1919, 65 % de celle de 1913; elle atteint 68 en octobre 1920, mais, faisant écho à la crise mondiale, elle descend assez rapidement jusqu'à 48 en septembre 1921; elle remonte verticalement pour atteindre 80 en juin 1922 et 90 au cours du quatrième trimestre 1922.

L'année 1923 est marquée par une hausse des prix de 130 points pendant le deuxième semestre : circonstance favorable pour la production qui, aidée par surcroît par l'avilissement de la monnaie retrouve le niveau d'avant-guerre en janvier 1924; la courbe monte jusqu'à 118 en octobre, baisse lentement jusqu'à 103 (juin 1925), se redresse jusqu'à 130 (octobre 1926), tombe verticalement à 100 (avril 1927) et remonte progressivement à 143 (2^e semestre 1929).



Cette courbe est coupée par trois dépressions profondes en 1921, 1925 et 1927 dont deux ont précédé une diminution sensible de la consommation de la houille. On remarquera que, par suite du développement de l'énergie électrique, la courbe de la consommation de la houille tend à s'écarter de celle de la production industrielle.

La dernière dépression appelle une observation; elle s'est produite, en effet, au moment où la Banque de France, prenant en mains le contrôle du marché des changes amorçait le régime de la stabilisation de fait, préface de sa stabilisation légale.

S'il y a eu ralentissement de la production, d'octobre 1926 à avril 1927, on en trouverait la cause tant dans les mesures fiscales votées en août 1926 que dans la question monétaire. Celle-ci, c'est indubitable, y est pour beaucoup et on sait la résistance opposée par le monde industriel non seulement à une revalorisation progressive du franc, mais encore à une stabilisation à un cours trop haut.

Nous retrouverons cette question plus loin mais il est bien difficile de dire si les craintes des industriels étaient justifiées; si la réadaptation de l'industrie fut relativement aisée malgré une baisse de 25 points de la livre¹ sur le cours moyen des six derniers mois de l'année 1926 c'est vraisemblablement grâce à l'inflation de crédit qui a caractérisé l'année 1927.

Il n'en reste pas moins que malgré des difficultés financières et ses dettes énormes, la France connaît une prospérité industrielle dont la courbe est plus régulière que celle de pays plus riches ou mieux organisés et qui ont été atteints moins durement par la guerre.

La courbe de la production de l'Angleterre, pays essentiellement industriel, a atteint le maximum de 110 au début de 1927 seulement et en 1929 elle est marquée de chutes verticales jusqu'à 50 en juillet 1921 et en octobre 1926.

Celle de l'Allemagne est une ligne brisée avec des maxima de 88 en juillet 1922, 90 en mai 1924, 105 en avril 1925,

1. Nous ne tenons pas compte du cours de 240 atteint en juillet 1926; il est certain que peu d'affaires ont été traitées à ce taux qu'on a trop souvent rappelé pour des fins politiques.

115 en décembre 1927, 118 en mai 1929, séparés par des dépressions profondes, 55 en mai 1923, 50 en juillet 1924, 89 en juin 1926, 75 en décembre 1928.

Même les Etats-Unis d'Amérique sortis enrichis de la guerre ont connu des difficultés sérieuses. Leur production est, en effet, descendue successivement de 140 en 1920 à 95 en juillet 1921, — de 160 en juin 1923 à 120 en juillet 1924, — de 168 en octobre 1926 à 147 en novembre 1927, pour remonter à 185 en juillet 1929.

Ces quelques chiffres mettent en évidence la répercussion mondiale de la guerre, l'interdépendance des peuples et l'interférence des crises économiques.

L'Industrie Automobile

Si dans le cadre restreint que nous nous sommes tracé il n'est pas possible de consacrer un chapitre à toutes les industries, celle du textile notamment, une mention spéciale doit être faite pour l'industrie de l'automobile.

Les progrès sont impressionnants comme on peut en juger par les tableaux suivants qui se passent de commentaires (les chiffres se rapportent à l'année 1929).

1^o Tonnage des matières utilisées environ 310.000 tonnes d'acier, fonte, bronze, laiton et autres métaux; 4500 tonnes de peintures et vernis;

3300 tonnes de crins, ouates etc.

250000 mètres carrés de glace et vitrerie.

Il n'est pas possible d'établir une comparaison avec l'année 1913 pour laquelle on n'a pas de données, non plus que pour le chiffre d'affaires qui s'est élevé à 7 milliards environ en 1929 pour la production seule.

2^o Personnel employé :

Près de 450.000 personnes en 1929 contre 60.000 environ en 1913.

3^o Production :

	1913	1929
Voitures de tourisme.....	40.000	200.000
Camions, autobus, tracteurs	5.000	60.000

Cette production nous place au deuxième rang de l'industrie mondiale.

Importations.

	1913	1929
Carrosseries pour voitures de tourisme	21.987 quintaux	256.415 quintaux (7.521 voitures)
Carrosseries pour voitures industrielles	56 —	26.251 quintaux (2.076 voitures)
Cadres porteurs de châssis ou jantes.....	5.343 —	2.445 quintaux

Exportations.

	1913	1929
Carrosseries pour voitures de tourisme	241.696 quintaux	658.604 quintaux (45.260 voitures)
Carrosseries pour voitures industrielles	16.535 —	217.398 quintaux (11.900 voitures)
Cadres porteurs de châssis ou jantes.....	4.561 —	6.459 quintaux

Ces résultats sont intéressants, à divers titres. D'abord parce l'industrie automobile offre des débouchés aux industries extractives. Monsieur Citroen signalait en 1929 que la fabrication d'une voiture de 10 cv exigeait environ 3700 kilos de charbon et 3900 kilos de minerai de fer.

Ensuite, par le volume du chiffre d'affaires, il égale celui de la production du vin et les 2/3 de la production du blé et le nombre des personnes employées, 450.000 contre 300.000 dans les charbonnages, 550.000 dans les chemins de fer.

Enfin, par le rôle que peut jouer l'exportation non seulement en faveur de la balance du commerce — près d'un milliard en 1929 — mais parce que l'automobile ouvrira la voie à d'autres produits français dans les pays où notre exportation tiendra le premier rang.

Le développement de cette industrie est la meilleure réponse aux esprits chagrins ou malveillants qui nous déniaient tout esprit d'organisation et n'ont d'yeux que pour les merveilles des pays voisins et du Nouveau Monde notamment.

S'il a été si rapide, la cause en est à la guerre qui, si hélas!

elle a semé la mort, a été génératrice de progrès techniques; n'en trouverait-on pas aussi le secret dans l'usage intense des véhicules industriels acquis à des prix dérisoires dans les fameux stocks américains et anglais.

Il y a eu enfin, pour exploiter ce terrain propice et ces tendances nouvelles, des grands capitaines d'industrie, qui au milieu de mille difficultés techniques et financières ont eu l'audace de voir grand et de développer la clientèle en surface par la construction en série de la voiture démocratique.

De 1922 à 1929, la circulation automobile en France est passée de 410.000 à 1.322.000; ce résultat est dû non pas tant à un accroissement moyen des revenus qu'à la compression du coût de la production dont l'indice dans cette période est passé seulement de 300 à 325 environ tandis que l'indice général se fixe aux environs de 600. Si on les traduit en or les prix ont été réduits de 40 %.

Cette compression a été obtenue par la simplification et le développement de l'outillage et par une organisation toujours plus rationnelle du travail. La science a été mise ici au service de l'industrie et un bureau officiel de normalisation de l'automobile a été créé en 1927 par M. Goudard, Président de la Chambre Syndicale des fabricants d'accessoires.

L'importance de l'œuvre accomplie depuis trois ans par ce bureau — il a déjà publié 150 normes — est telle que l'Association internationale de normalisation lui a confié la direction du bureau international créé récemment.

L'Industrie Aéronautique.

La guerre a provoqué le développement d'une autre industrie à laquelle l'avenir réserve de vastes possibilités, dès qu'auront été réalisés certains progrès techniques, sécurité et réduction des prix de revient, c'est l'industrie aéronautique.

Tournée hier vers l'œuvre de mort, elle est appelée à prendre une place prépondérante dans les relations pacifiques entre peuples. A ces relations, notre pays est plus particulièrement intéressé qui possède en Afrique et en

Asie des colonies dont il est séparé par des milliers de kilomètres nécessitant des trajets par eau de cinq à six semaines.

Les pouvoirs publics l'ont si bien compris qu'ils ont créé voici deux ans un ministère de l'air afin d'opérer une concentration administrative et une unité de programmes.

Disons tout de suite que l'avenir de l'aviation et de l'industrie aéronautique française est subordonné à l'impulsion qui lui sera donnée par cette nouvelle organisation. A notre sens, cette création ne donnera de pleins résultats que si le ministère de l'air est l'âme d'un vaste laboratoire et s'il est considéré non pas uniquement comme un ministère de défense nationale mais comme une grande maison industrielle et commerciale; à cet égard d'ailleurs il devrait être plus que tout autre affranchi des vieilles routines administratives et surtout de certaines règles périmées de la comptabilité publique.

Qu'on nous comprenne bien quand nous faisons allusion à la défense nationale. Il n'est pas dans notre esprit de faire passer cette question au second plan mais la dernière guerre porte des enseignements. Elle a été faite et gagnée, sous la direction des grands techniciens de métier, par la Nation armée. Que sera la guerre de demain puisque par une sorte de fatalité à laquelle il ne cherche peut-être pas assez à échapper, l'homme est un loup pour l'homme ? Personne ne le sait, mais il est certain que l'aviation y jouera un rôle important.

Notre armée de l'air ne sera à la hauteur de sa tâche que si, dès aujourd'hui, on la conçoit à travers l'aviation commerciale et civile. Demain comme hier l'armée de métier fournira les cadres et le commandement mais la masse des combattants se recrutera parmi les pilotes civils et les pilotes de réserve.

Donc, même envisagé sous l'angle de la défense nationale, le sort de l'aviation et par conséquent celui de l'industrie aéronautique dépend de la solution qu'on donnera au problème de l'aviation civile.

Nous ne parlons pas de l'aviation commerciale qui est l'objet constant de la sollicitude des gouvernements; près

de 200 millions figurent en effet au budget de l'Etat au titre des subventions aux compagnies de navigation aérienne reliant Paris avec les capitales de l'Europe, l'Afrique du Nord, le Sénégal et même l'Amérique du Sud et dont les réseaux s'étendront demain jusqu'en Indochine, en Afrique centrale et Madagascar. La progression du trafic est d'ailleurs encourageante : en 1929 les diverses compagnies ont transporté 20.000 passagers, près de 4 millions de lettres missives qui avec le fret marchandises donnent un rendement de 435.000 tonnes kilométriques.

Il ne fait pas de doute que l'aviation commerciale offre aux industries aéronautiques des débouchés importants, mais ils doivent être élargis par le développement des subventions à l'aviation civile.

Il est bien difficile d'établir des comparaisons entre la production aéronautique d'après-guerre et celle d'avant-guerre puisqu'en 1913 c'était une industrie naissante. D'ailleurs, même aujourd'hui, et malgré l'existence d'une chambre syndicale des industries aéronautiques, il est à peu près impossible d'obtenir des renseignements statistiques d'ensemble.

Nous pouvons cependant indiquer approximativement qu'en 1929 120 entreprises occupant 20.000 ouvriers ont produit environ 1.200 appareils et plusieurs milliers de moteurs. Sur cette production 300 avions ont été exportés ; les industries de l'avionnerie ont fourni 250 millions à l'exportation.

*
* *

L'augmentation de la production soulignée dans cet aperçu succinct est due d'une part à la réintégration de l'Alsace-Lorraine avec ses riches gisements miniers et d'autre part à la rationalisation des entreprises¹ et aux concentrations qui se sont multipliées.

Les grandes entreprises ont pris le contrôle d'entreprises connexes ou similaires moins importantes et cette concentration technique s'est doublée d'une concentration admi-

1. Pour la seule industrie houillère, l'effectif du personnel employé a été ramené de 200 % à 145 %.

nistrative : on trouve dans les conseils d'administration des grandes sociétés anonymes un certain nombre de personnalités qui se recrutent dans les milieux industriels et bancaires, beaucoup d'entreprises étant passées sous le contrôle de groupes financiers et de banques d'affaires.

Le capitalisme — c'est un fait que nous constatons en toute objectivité — s'est fortement développé depuis la guerre et on peut se demander si nous ne sommes pas arrivés à un stade très avancé de cette concentration prédite par Karl Marx. Qu'on ne nous objecte pas la diffusion des actions dans le public car on sait trop combien les conseils d'administration en prennent à leur aise avec les actionnaires et comment le régime des actions à vote plural leur assure la majorité dans les assemblées générales; il importe peu de savoir que les actions de la Banque de France, pour prendre cet exemple, sont détenues par des milliers d'actionnaires puisque seuls quelques dizaines d'entre eux sont appelée à discuter le bilan.

Il s'est formé ainsi une sorte d'oligarchie, redoutable par la somme des intérêts dont elle a la charge, qui ne se fait pas faute — pourquoi lui dénierait-on ce droit — de se mêler à la politique et de chercher à obtenir une large représentation dans les assemblées publiques.

Au cours de ces dernières années on a dénoncé en maintes circonstances la capitulation de l'Etat, volontaire ou forcée devant cette nouvelle force. Nous retrouverons cette question plus loin, mais il faut bien dire que si la puissance publique a pu être tenue en échec, la faute en est au vieux cadre politique et administratif dans lequel elle évolue; tandis que l'économique a marché à pas de géants, le pouvoir politique est resté figé dans des formules périmées et il n'a pas su édicter une législation assez souple pour contrôler l'activité générale sans la contrarier.

Les individus ne sauraient d'ailleurs compter sur la seule législation pour les défendre car la loi peut être tournée de mille façons : c'est ainsi que les actions non libérées remplaceront sans doute demain les actions à vote plural dont, en bien des cas, l'utilité fut certaine mais qui semblent unanimement condamnées.

Le capitalisme puise sa force dans l'absence de cohésion de la masse et dans la concurrence des consommateurs sur le marché. Des consommateurs personne n'en a cure, pas même le législateur; ils seront moins opprimés le jour où la coopération — le tempérament français y est peu favorable — ou tout au moins les groupements d'achats feront échec aux ententes des producteurs et aux cartels nationaux et internationaux.

Les syndicats ouvriers donnent à cet égard un exemple frappant de ce que peut l'union. Il s'est opéré là aussi une concentration très poussée; création de syndicats, développement des fédérations et comme couronnement une confédération générale du travail. Le monde ouvrier y a trouvé des avantages matériels et moraux et les contacts fréquents entre représentants des producteurs et des ouvriers ne sont certainement pas étrangers à la paix sociale dont la France a bénéficié au cours de ces dernières années.

Le grand patronat a eu d'ailleurs une intelligente compréhension de son rôle social en même temps que de ses intérêts et il a créé des institutions intéressantes: dispensaires, salaire-familial, primes à la natalité etc...

Ces œuvres, dont certaines, comme la construction de logements ouvriers, ont pour but de fixer la main-d'œuvre, sont le fruit d'initiatives heureuses du monde industriel et il est bien regrettable que la même politique n'ait pas été pratiquée par les producteurs agricoles.

L'AGRICULTURE

Si, en effet, l'Agriculture que nous allons examiner maintenant a souffert et souffre encore d'une crise de main-d'œuvre cela tient, non pas seulement à l'attrait des hauts salaires dans les villes tentaculaires mais encore à la pénurie des logements et à l'absence de tout confort à la campagne.

Il faut reconnaître que les pouvoirs publics ne lui ont pas ménagé leur sollicitude, inspirés qu'ils étaient, à juste titre, de l'intérêt national et cette sollicitude a été d'autant plus grande que la population agricole, étant la plus nombreuse tient dans ses mains à la fois l'équilibre économique et poli-

tique du pays; même envisagée sous ce dernier aspect, l'importance de cette situation n'échappe à personne, aujourd'hui où l'émiettement des partis compromet à tout instant la vie des ministères, la continuité de vues et l'application soutenue de programmes politiques.

On a beaucoup parlé de la rupture de cette harmonie de notre économie nationale où la production agricole occupait la première place.

Cette production atteint aujourd'hui le niveau d'avant-guerre et elle n'a pas été, semble-t-il touchée par ce qu'on a qualifié d'industrialisation à outrance. Sans doute l'activité industrielle est supérieure à celle de 1913, mais divers éléments y ont concouru : incorporation de l'Alsace-Lorraine, organisation scientifique du travail et naturellement développement de certaines industries dont celle de l'automobile; il y a enfin cette force dynamique inhérente au mouvement industriel depuis sa naissance et sans doute aussi cette tendance des unités nationales à devenir des économies complètes.

L'agriculture, l'expérience récente l'a encore démontré, est la branche de l'activité générale la plus atteinte par la guerre.

C'est elle qui occupe le plus de bras et la mobilisation y fait de nombreux vides. Lorsque par surcroît on se trouve en présence d'une guerre de matériel tout est sacrifié aux besoins de la défense nationale et les importations suppléent au déficit de la production agricole.

Aussi les exploitations, privées de leur direction technique et de main-d'œuvre, mal approvisionnées en engrais et en graines sélectionnées ont vu leur rendement diminuer en même temps que les surfaces ensemencées. La culture du blé en fournit un exemple frappant; en 1917, 4.191.000 hectares¹ ont été ensemencés contre 6.542.000 en 1913; d'une année à l'autre le rendement à l'hectare est tombé de 13,28 à 8,73 quintaux.

Les dévastations de la guerre, ayant rendu impropres à toute culture 1.923.480 hectares, on se rend compte de la situation difficile de l'agriculture dont le rétablissement ne pouvait être en partie que l'œuvre du temps.

Par ailleurs la lourde dette de la guerre, des budgets en constant déficit n'ont pas permis à la solidarité nationale de prêter un concours efficace et immédiat à une restauration méthodique.

Aussi le redressement d'ensemble s'est-il opéré assez lentement si nous considérons la culture du blé dont le rendement à l'hectare atteignait seulement 11,10 quintaux en 1922.

Les progrès les plus marqués ont été enregistrés dans les régions dévastées comme on en jugera par le tableau suivant :

En milliers d'hectares et de quintaux.

Nature des cultures	1913		1919		1923	
	Superf.	Product.	S.	Product.	S.	Product.
Froment	1.005	17.730	452	5.955	856	16.314
Avoine	883	14.129	490	5.333	793	15.519
P. de terre	161	16.840	103	10.262	136	12.687
Bett. à sucre	198	44.395	37	7.549	88	19.940
Petteraves de distillerie	34	14.117	9	2.481	13	3.852

Le rythme de la restauration agricole a été plus rapide dans ces régions que dans le reste de la France en ce qui concerne le blé; en effet l'augmentation de la production entre 1919 et 1923 s'est chiffrée par 10.400.000 quintaux contre 30 millions pour tout le territoire.

Le tableau ci-dessous permettra de suivre le développement de la production pendant les six dernières années.

La superficie consacrée à la culture du blé a été au maximum de 5.613.000 hectares en 1925 et depuis elle semble se stabiliser aux environs de 5.200.000 hectares; le déficit ressort ainsi à 1.300.000 hectares mais, et ceci est à l'honneur des exploitants moins rebelles qu'on ne l'a dit aux progrès techniques, il a été compensé par un rendement plus élevé :

RECOLTES EN MILLIERS D'HECTARES ET DE QUINTAUX

	Blé		Seigle		Orge		Avoine		Pommes de terre		Maïs	
	Surf.	Récoltes	Surf.	Récoltes	Surf.	Récoltes	Surf.	Récoltes	Surf.	Récoltes	Surf.	Récoltes
1913 ...	6.542	86.919	1.176	12.714	760	10.437	3.979	51.826	1.548	135.860	458	5.430
1919 ...	5.093	64.482	869	8.761	561	5.000	2.855	24.935	1.256	77.305	298	2.534
1920 ...	4.900	63.000	837	8.427	664	8.357	3.350	42.300	1.440	116.400	336	3.880
1921 ...	5.382	88.43	901	11.276	679	8.342	3.407	35.583	1.454	83.096	329	2.639
1922 ...	5.289	66.220	888	9.757	693	8.906	3.436	41.842	1.464	126.460	319	3.219
1923 ...	5.333	75.000	896	9.275	681	9.802	3.422	48.907	1.451	100.000	342	3.219
1924 ...	5.511	76.525	889	10.221	714	10.461	3.494	44.348	1.463	153.000	342	4.579
1925 ...	5.613	89.905	869	11.090	698	10.267	3.479	47.558	1.464	152.000	345	5.081
1926 ...	5.249	63.100	792	7.640	690	9.984	3.511	52.852	1.461	111.000	337	3.223
1927 ...	5.287	75.150	777	8.625	706	10.957	3.457	49.827	1.497	175.000	348	5.263
1928 ...	5.177	76.564	769	8.656	755	11.972	3.469	49.387	1.472	112.639	341	3.077
1929 ...	5.159	87.000	783	10.016	750	12.850	3.506	57.443	1.474	166.000	345	5.000

RÉCOLTES EN MILLIERS D'HECTAÏRES ET DE QUINTAUX

	Bétières				Tréfle, luzerne, sainfoin		Prés naturels		Herbages	
	A sucre		De distillerie		Surf.	Récoltes	Surf.	Récoltes	Surf.	Récoltes
	Surf.	Récoltes	S.	Récoltes						
1913	249	59.393	51	20.505	3.114	136.433	4.828	187.000	1.491	57.865
1919	74	12.476	21	4.681	2.604	90.141	4.800	133.324	1.613	46.153
1920	90	20.556	19	4.615	2.634	101.100	4.848	145.565	"	"
1921	120	20.605	20	3.768	2.790	86.336	5.078	134.000	1.735	42.076
1922	130	32.893	22	6.690	2.780	103.000	5.075	150.000	1.822	59.402
1923	162	36.828	25	6.541	2.780	102.900	5.104	166.500	1.753	65.834
1924	203	57.782	26	6.775	2.310	120.000	5.148	172.730	1.784	66.207
1925	217	53.000	22	6.101	2.932	130.000	5.171	172.725	1.818	71.140
1926	228	49.000	25	5.920	2.944	117.000	5.223	168.000	1.853	65.044
1927	238	60.000	27	7.519	2.950	132.000	5.226	185.000	1.909	72.501
1928	251	50.100	31	7.467	2.935	109.728	5.226	160.000	1.937	57.159
1929	245	53.615	30	7.676	2.932	100.315	5.330	154.000	"	"

16 quintaux 57 à l'hectare en 1929 et une production totale de 87 millions de quintaux, légèrement supérieure à celle de 1913. Nous sommes cependant encore assez loin de la moyenne des récoltes de 1901-1910, soit 89 millions de quintaux puisque celles des cinq dernières années est de 78.344.000 seulement; ce chiffre ne sera sans doute pas dépassé à moins d'une hausse et d'une stabilisation, peu probables d'ailleurs, des cours de cette céréale.

On constate un déficit encore plus accentué dans les surfaces consacrées à la culture du seigle, mais ce déficit de 30 % est en grande partie compensé par une amélioration sensible du rendement à l'hectare, passé de 10,81 en 1913 à 12,80 en 1929.

Par contre, les surfaces ensemencées en avoine sont sensiblement égales à celles de 1913 et certaines récoltes ont été supérieures. Il s'est produit ici un phénomène qui est la condamnation de la taxation des denrées; l'avoine ayant échappé à cette taxation, à l'encontre du blé, ses prix se sont rapprochés de ceux de cette dernière céréale et les cultivateurs ont eu plus d'intérêt à semer de l'avoine.

Quant à l'orge, la récolte a atteint les chiffres d'avant-guerre dès 1924 et elle a augmenté progressivement; celle de 1929 accuse un accroissement de 20 %.

La culture de la betterave à sucre a été touchée par les dévastations du Nord; neuf années ont été nécessaires pour retrouver les mêmes surfaces mais le rendement d'avant-guerre n'est pas encore atteint et la production moyenne reste inférieure à celle de cette période.

Ainsi il y a diminution des superficies livrées à la culture; elle se chiffre à 2.262.000 hectares.

En revanche les prés naturels et les herbages ont une étendue respective de 5.323.000 et 1.950.000 hect. en 1929, contre 4.828.000 et 1.491.000 hect. en 1913. L'élevage s'est développé au détriment de la culture, d'une part en raison de la crise de la main-d'œuvre; d'autre part en raison des hauts prix atteints par le bétail et des profits procurés par l'industrie laitière dont on évalue le revenu brut à 12 milliards environ.

Il n'en reste pas moins que les exploitations agricoles

sont en régression de 1.414.000 hectares. Mais comme nous l'avons signalé les rendements étant plus élevés la production se maintient aux niveaux de 1913.

Ces résultats ne doivent pas marquer le terme de nos efforts; l'extension du machinisme, l'usage intensifié des engrais chimiques, le développement du crédit agricole, l'enseignement technique parmi la classe rurale doivent donner un nouvel essor à l'agriculture dont la production devrait être nettement supérieure à celle d'avant guerre.

Les pouvoirs publics se doivent de seconder les initiatives individuelles et syndicales par l'exécution d'un vaste programme de politique agricole.

La situation financière du pays permet aujourd'hui d'engager des dépenses productives et de consentir des prêts à long terme dont la collectivité est appelée à tirer le plus grand profit.

Cette politique doit être mise en œuvre non seulement sur le territoire de la métropole, mais encore s'étendre à tout notre empire colonial.

L'Elevage.

Le cheptel avait été particulièrement éprouvé par la guerre en raison de l'augmentation considérable de la consommation de la viande qui, on le sait, constitue la base de l'alimentation de la troupe pendant la guerre; cette situation a encore été aggravée par les réquisitions allemandes.

Cependant, à la différence de la production agricole, la reconstitution du cheptel ne semblait pas subordonnée à l'œuvre du temps, étant donné notamment les restrictions apportées à l'exportation du bétail. Le tableau ci-dessous en retrace les étapes :

A en juger par cette statistique la reconstitution du cheptel a été assez rapide sauf pour l'espèce ovine et ce serait assez naturel puisque nous avons constaté un accroissement de la surface des prairies et des herbages; ce n'est qu'une apparence.

En effet, les résultats de l'élevage ne se mesurent pas

Animaux de ferme.

En milliers de têtes.

Espèces.

	<i>Chevaline</i>	<i>Bovine</i>	<i>Ovine</i>	<i>Porcine</i>	<i>Caprine</i>
1913	3.221 ¹	14.788 ²	16.132 ³	7.035 ⁴	1.434
1919	2.413	12.373	8.990	4.080	1.175
1920	2.635	13.217	9.406	4.941	1.340
1921	2.706	13.343	9.600	5.166	1.361
1922	2.778	13.575	9.782	5.195	1.368
1923	2.847	13.750	9.925	5.405	1.352
1924	2.859	14.024	10.171	5.801	1.376
1925	2.880	14.372	10.537	5.793	1.378
1926	2.894	14.482	10.775	5.776	1.388
1927	2.924	14.940	10.693	6.019	1.405
1928	2.936	15.000	10.415	6.016	1.372

seulement d'après le nombre des animaux de ferme mais aussi d'après l'importance des échanges extérieurs. Or à cet égard la balance a été déficitaire pendant plusieurs années et c'est là une conséquence de la guerre qui a nécessité, outre les importations, de très lourds prélèvements dans le troupeau national.

Cette reconstitution aurait dû s'opérer à un rythme plus accéléré puisque l'interdiction des exportations de bétail et de viande a été levée seulement en 1927 (loi du 27 juillet). Cette dernière mesure prise en faveur des éleveurs, au détriment des consommateurs a été encore renforcée par un relèvement de 25 % des droits d'entrée (loi du 2 mars 1928).

Les chiffres du tableau ci-dessous du commerce extérieur pour les années 1928 et 1929 permettent de mesurer exactement les résultats acquis depuis la fin de guerre.

1. Excédent d'exportation en 1913 = 16.000 têtes.

2. Excédent d'exportation en 1913 = 57.000 têtes.

3. Excédent d'importation en 1913 = 1.334.400 têtes.

4. Excédent d'importation en 1913 = 9.000 têtes.

Importations et exportations d'animaux vivants.

En milliers de têtes.

Espèces	Importations		Exportations	
	1928	1929	1928	1929
Chevaline ¹	17,1	15,9	7,3	7,3
Bovine ²	1,7	2,7	168,8	161,7
Ovine ³	633,4	646,2	6,1	1,4
Porcine ⁴	99,9	37,7	3,8	1
Caprine	0,2	0,1	0,1	»

Milliers de têtes.

	1928	1929
1. Excédent d'importations	9,8	8,6
2. — d'exportations	167,1	159
3. — d'importations	627,3	644,8
4. — d'importations	96,1	36,7

Pour l'espèce chevaline la balance, bénéficiaire en 1913, est devenue légèrement déficitaire. Le machinisme s'est beaucoup développé, notamment dans l'armée et c'est vraisemblablement à ce fait qu'il faut attribuer la situation de l'élevage du cheval.

En ce qui concerne les animaux de boucherie il y a un progrès marqué; seule l'importation de l'espèce porcine s'est accrue, étant passée de 9 milliers de têtes en 1913; à 96 milliers en 1928, 36,7 milliers en 1929; pour l'espèce ovine l'excédent d'importation de 1913 a été réduit de 50 % pour ces deux années. Mais où les résultats sont encourageants c'est pour l'espèce bovine dont l'exportation a augmenté de 200 %.

Il y a dans ces chiffres des enseignements dont les pouvoirs publics devraient faire leur profit dans leur lutte contre la vie chère.

En résumé il semble bien que l'élevage national soit en bonne situation.

Cependant la terre de France ne donne pas tout le revenu qu'on serait en droit d'en attendre et elle est loin d'avoir réalisé les progrès de l'industrie. Nous disions plus haut que les pouvoirs publics doivent avoir enfin une politique agricole: enseignement, propagande, crédits

ne donneront des résultats intéressants que si nous avons en même temps une politique de la natalité et une politique de recrutement de la main-d'œuvre étrangère en vue de repeupler, le terme n'est pas excessif, certaines régions, telle la vallée de la Garonne dont la population a diminué de 650.000 âmes en 50 ans.

Sans faire preuve de pessimisme on peut conclure de cette étude que la production agricole n'est pas supérieure à celle d'avant-guerre; elle n'en garde pas moins la première place dans notre économie nationale et son revenu brut, estimé à 100 milliards environ, est supérieur à celui de l'industrie.

Mais, dira-t-on, le paysan est plus aisé qu'avant guerre. Cette affirmation ne contient qu'une part de vérité. Il est certain que beaucoup de propriétés, mises en valeur par la main-d'œuvre familiale seule, donnent un revenu supérieur à celui des années qui ont précédé la guerre, période où les produits agricoles étaient vraiment trop dépréciés.

D'autre part, beaucoup d'exploitations de moyenne importance sont devenues la propriété du fermier, qui touche ainsi le revenu et de son capital et de son travail, une partie du produit de la terre ne va plus grossir les ressources du propriétaire rentier.

Mais si le paysan semble plus aisé c'est parce qu'il a modifié son genre de vie. Il a amélioré considérablement ses conditions d'existence en même temps que ses conditions de travail : la maison d'habitation est devenue plus confortable et le paysan n'est plus indifférent à l'élégance vestimentaire; l'automobile qui transporte les produits de la ferme au marché facilite les déplacements de la famille vers les centres urbains où les distractions se sont multipliées.

Une véritable révolution s'est opérée; elle a été facilitée non pas par un revenu plus considérable de la terre mais par une utilisation différente de ce revenu.

Avant la guerre le paysan thésaurisait; il le fait moins aujourd'hui ayant été accoutumé aux placements en valeurs mobilières par les nombreux emprunts d'Etat et surtout par la souscription aux bons de la Défense Nationale.

Et voilà sans doute le secret d'une plus grande richesse de la population agricole.

LE COMMERCE

Le redressement de l'économie nationale retracée ci-dessus trouve son expression dans l'activité du commerce : ses manifestations, industrie des transports et commerce extérieur constituent le baromètre des affaires.

Les Chemins de Fer.

Situation financière. — Les Compagnies de chemin de fer ont été très éprouvées par la guerre; le matériel n'avait pu être renouvelé et il se prêtait mal à seconder immédiatement l'essor économique.

Sans parler des régions dévastées où les travaux d'art avaient été détruits, des sommes considérables étaient nécessaires pour la remise en état du matériel. Or la situation financière des réseaux était très précaire; le déficit de la période de guerre s'élevait à 1.570 millions, augmenté de 1210 millions pour la seule année 1919.

Ce déficit était imputable aux clauses du cahier des charges fixant un tarif spécial pour les transports militaires. Par ailleurs les relèvements de tarifs, décrétés seulement en 1918 et 1920, n'ont pas permis de compenser les charges croissantes des réseaux du fait de la loi de 8 heures et de la hausse des combustibles que le tableau ci-dessous met en relief :

	<i>Dépenses de personnel</i>	<i>Dépenses de combustibles</i>
	<i>(en millions de francs)</i>	
1913	745	174
1919	2.380	691
1920	3.125	1.991

Dans ces conditions les Compagnies étaient impuissantes à assurer par leurs propres moyens la remise en état du matériel; les dépenses supplémentaires qui en résultèrent pour les exercices 1919 et 1920 furent mises à la charge du

budget et un compte spécial fut ouvert dans les écritures du Trésor par la loi du 10 janvier 1919.

Le solde débiteur de ce compte se chiffrait au 31 mars 1921¹ à 1300 millions qui ajoutés au 5.575 millions des déficits des réseaux portaient la perte totale à près de 7 milliards.

Pour mettre fin à cette situation une convention du 28 juin 1921, approuvée par la loi du 29 octobre 1921 a institué un nouveau statut.

Il serait trop long de l'exposer ici, mais nous rappellerons succinctement les dispositions d'un article essentiel, l'article 13, qui, par la création du fonds commun a établi une solidarité financière entre les réseaux.

Ce fonds commun reçoit les excédents de recettes des Compagnies bénéficiaires et il couvre les pertes des Compagnies déficitaires. En cas d'insuffisance générale des recettes, la convention prévoit la majoration des tarifs, cette clause ne pouvant être appliquée qu'à compter du 1^{er} janvier 1927.

Pendant la période de transition l'équilibre du fonds commun a été assuré par l'émission d'obligations dont le service incombait à l'Etat, mais seulement à titre d'avances

Depuis 1921, la situation financière des réseaux s'est améliorée progressivement ainsi que le montrent les chiffres ci-dessous des bilans (en millions de francs) :

<i>Exercices</i>	<i>Rec.</i>	<i>Dép. d'expl.</i>	<i>Coeff. d'expl.</i>	<i>Produit net</i>	<i>Charges de capital</i>	<i>Exc. ou déficit total</i>
1913	2.020	1.276	63,1	+	744	823 — 79
1921	6.370	7.263	114	—	893	1.262 — 2.155
1922	6.949	6.542	94,2	+	407	1.542 — 1.135
1923	7.390	6.716	90,9	+	674	1.798 — 1.124
1924	8.921	7.475	83,8	+	1.446	1.913 — 467
1925	10.103	8.503	84,1	+	1.600	2.209 — 609
1926	13.163	9.964	75,8	+	3.199	2.622 + 577
1927	13.313	10.876	81	+	2.437	2.691 — 254
1928	15.062	11.353	75,4	+	3.699	2.985 + 713

1. *Projet de budget de 1922, p. 177.*

L'exercice 1929 s'est soldé par un excédent de 200 millions.

Ce tableau fait ressortir l'amélioration du coefficient moyen d'exploitation qui a été de 75 en 1928 contre 114 en 1921; ce résultat a été acquis grâce aux majorations de tarifs décrétées successivement les 10 mars 1924 1^{er} janvier 1925, 16 mars 1925, 1^{er} janvier 1926, 1^{er} mai, 1926, 16 août 1926, 1^{er} mars 1928.

Si finalement la plupart des exercices se sont soldés en perte, la faute en est aux charges de capital qui n'ont cessé de croître: 3 milliards en 1928 contre 1.262 millions en 1921.

Malgré les relèvements signalés ci-dessus l'indice du tarif voyageur est seulement de 4,02, y compris l'impôt de 32,50 %; le tarif marchandises varie avec la nature des produits et l'indice semble pouvoir être fixé aux environs de 6,50 impôt compris. Ces majorations tant critiquées sont plus faibles que celles qui ont été appliquées dans la plupart des pays et les recettes ont suivi de loin la progression des dépenses.

Il est vrai que la dévalorisation de la monnaie a diminué les charges du capital obligations (600 millions or en 1928, contre 823 millions en 1913) et du capital action si on en juge par les dividendes distribués en 1921 et 1928 comparativement à ceux de 1913.

	<i>Nord</i>	<i>Est</i>	<i>Orléans</i>	<i>P. L. M.</i>	<i>Midi</i>
	—	—	—	—	—
1913 ...	74	37,50	59	57	50
1921 ...	62	40	59	55	50
1928 ...	100	52,50	72,50	80	62,50

Cette diminution toute relative des charges n'a cependant pas donné d'aisance à la trésorerie; le fonds commun, auquel on n'a pas constitué de réserves et qui depuis le 1^{er} janvier 1927 doit se suffire à lui-même et assumer la charge de 490 millions d'intérêts pour les insuffisances de 1921-1926 aborde l'exercice 1930 dans une situation difficile. Elle ne pourrait, semble-t-il, être rétablie que par des dégrèvements massifs sur l'impôt des transports aux lieu et place des poussières de dégrèvements qu'on réclame de tous les côtés.

Le matériel. — Malgré leurs finances obérées les Cies de chemin de fer ont pu participer au redressement de l'activité générale; le ralentissement du trafic dû à la crise économique de 1920-1921 leur a permis d'avancer la reconstitution du matériel dont une partie d'ailleurs a été livrée par l'Allemagne.

La progression du trafic est retracée dans le tableau ci-dessous :

	Nombre de wagons de marchandises chargés ¹	Nombre de voyageurs transportés ¹
1913	22.170.465	547.886.000
1920	11.930.851	521.341.956
1921	13.406.626	591.632.423
1922	16.150.176	646.347.021
1923	20.779.240	784.625.114
1924	22.463.982	789.294.512
1925	22.614.305	820.410.365
1926	23.381.900	794.147.619
1927	22.034.685	739.556.090
1928	23.174.575	760.678.215

L'augmentation du nombre de voyageurs transportés est remarquable, étant supérieure de 40 % à celui d'avant-guerre; c'est sans doute un indice de l'accroissement du bien être général, mais cette constatation n'a pas une valeur absolue car il faut tenir compte des tarifs de faveur accordés de droit, aux familles nombreuses et aux réformés de guerre.

Quant au trafic marchandises il reflète l'activité économique générale et notamment l'activité industrielle dont l'indice a atteint 143 en 1929. Les Compagnies de chemin de fer ont secondé efficacement l'effort de redressement du pays, aidées d'ailleurs par l'organisation de transports automobiles.

Si la longueur des lignes n'a progressé que de 534 km. de 1913 à 1928 par contre le matériel a été considérablement augmenté et amélioré. Le nombre des voitures de voyageurs qui était de 31.824 en 1913 pour 1.432.600 pla-

1. En ce qui concerne les wagons, la comparaison avec 1913 n'est pas très exacte car le gabarit des wagons nouveaux est plus élevé que celui des anciens.

ces s'élevait en 1928 à 35.466 pour 1.944.000 places; 520.000 wagons marchandises circulaient en 1928 contre 370.866 en 1913; la puissance des locomotives — 20.270 représentait 23.450.000 chevaux vapeur en 1928 au lieu de 11.500 000 en 1913 pour 14.344 locomotives, ces chiffres n'englobant pas les automotrices.

Par ailleurs les réseaux et notamment celui du Midi ont développé la traction électrique et au 31 décembre 1928, 1.259 km. de voies étaient électrifiées dont 851 pour le seul réseau du Midi. Cette nouvelle politique, si elle est onéreuse pour les Compagnies, leur permettra dans l'avenir de réaliser des économies appréciables, et de soutenir la concurrence de l'automobile qui leur enlève une partie du trafic.

On s'est ému de cette concurrence, susceptible d'aggraver les difficultés financières des réseaux et il semble que pour beaucoup d'esprits le déficit soit un objet constant d'obsession. Il est bien entendu que les budgets des Compagnies doivent tendre vers l'équilibre mais ce résultat sera recherché dans une organisation scientifique du travail et, dans toute la mesure possible, sans augmentation des tarifs. Les transports sont un service public et ils constituent un des rouages essentiels de l'organisme économique. S'ils doivent de toute évidence procurer une juste rémunération au capital investi, leur fin n'est pas le bénéfice, comme pour les Sociétés commerciales et ils doivent travailler aux plus bas prix pour être vraiment les auxiliaires de l'activité générale.

Le Commerce Extérieur

L'importance des échanges avec l'étranger présente un double caractère : d'une part, ils témoignent de l'activité économique du pays et de sa capacité de consommation; d'autre part, les mouvements de capitaux qui en sont la conséquence ont leur répercussion sur la tenue des changes.

On sait, en outre, les avantages d'une balance favorable : avant la guerre elle avait contribué à rendre la France créancière de nombreuses nations et elle avait fait de l'Angle-

terre le banquier du monde. Depuis la guerre les Etats-Unis d'Amérique, créanciers de l'Europe et gros exportateurs, ont investi des sommes considérables dans de nombreuses entreprises étrangères dont ils s'assurent le contrôle.

Avec l'étude du commerce extérieur nous allons retrouver un des éléments qui ont pesé lourdement sur notre monnaie et le rôle du facteur économique sera mis une fois de plus en évidence.

Les nécessités de la défense nationale, la diminution de la production agricole, l'arrêt de la plupart des industries pendant la guerre avaient grevé la balance commerciale de 30 milliards; les avances des Trésoreries anglaise et américaine et la vente des valeurs étrangères détenues par les capitalistes français avaient couvert ce déficit.

La situation de l'agriculture et de l'industrie au lendemain des hostilités n'était certes pas de nature à rétablir l'équilibre, et de fait au cours des premières années de paix le déficit s'aggrave sérieusement : il est de 24 milliards en 1919 ce qui porte à près de 55 milliards le montant des traites tirées sur nous au seul titre du commerce extérieur. La contre-partie a été assurée par des exportations d'or et de capitaux et aussi par une accumulation de dépôts dans les banques pour compte étranger; ces capitaux flottants n'ont sans doute pas été étrangers aux violentes fluctuations du franc dans la période qui nous intéresse.

L'année 1920 est encore déficitaire — 23 milliards — mais l'importation des matières nécessaires à l'industrie supérieure de 45 % à celle de l'année précédente témoigne déjà du relèvement de l'industrie; l'examen détaillé de cette période nous entraînerait à des développements trop longs et on trouvera en annexe un tableau du mouvement du commerce extérieur.

L'expression en valeur ne peut en donner une idée exacte, en raison des variations de la monnaie, mais avec les chiffres du tonnage on suit fidèlement les progrès réalisés.

D'ailleurs la balance commerciale ne traduit pas exactement le mouvement des échanges avec l'étranger. Aux statistiques de l'Administration des Douanes il faudrait ajouter le montant des exportations invisibles, des frets

payés aux armateurs nationaux, des coupons touchés à l'étranger; or, en ces matières, il n'y a pas de statistique possible et on est bien obligé de s'en tenir à des évaluations approximatives. C'est la balance des paiements qui, par les mouvements d'or ou les ouvertures de crédits qu'elle provoque, traduit finalement le résultat du commerce extérieur et oblige un pays à se défendre contre le déficit.

Cette nécessité apparaît nettement, à l'examen des statistiques de notre commerce.

L'année 1920, comme nous l'avons vu plus haut, s'est soldée par un déficit de 23 milliards; en 1921, l'harmonie tend à se rétablir entre les importations et les exportations et dès 1924 la balance commerciale est favorable. Grâce à la dépréciation du change, stimulant de l'exportation, cette situation s'est maintenue jusqu'en 1927 mais dès que la stabilisation monétaire, non seulement légale mais de fait, a produit tous ses effets la balance a accusé de nouveau le déficit, 2 milliards en 1928, 8 milliards en 1929.

On a beaucoup dit pendant la période d'avilissement de la monnaie que le pays se vidait de sa substance.

Si on entendait par là qu'une quantité importante de devises n'a pas été rapatriée et qu'il y a eu perte pour le pays du fait que le prix de la tonne importée passait de 928 fr. en 1925 à 1.311 fr. en 1926; alors que les prix à l'exportation ne suivaient pas la même progression (1.830 fr. en 1926 contre 1.500 en 1925) cette affirmation est sans doute exacte; mais elle ne l'est plus si on a voulu dire que, l'exportation se développant à outrance, nos stocks se trouvaient menacés; les chiffres ci-dessous en témoignent.

En milliers de tonnes.

	1923	1924	1925	1926	1927
	—	—	—	—	—
Exportation totale	24.900	29.386	30.387	32.548	38.000
Exportation de matières nécessaires à l'industrie	20.488	24.107	24.705	26.336	31.270
Objets fabriqués	3.101	3.646	4.289	4.789	5.287

Contre notre thèse on objectera peut-être que, pour 1925 et 1926, l'exportation des produits fabriqués est en

accroissement de 500.000 tonnes; nous ferons observer que ces chiffres correspondent à l'augmentation de l'activité industrielle et que cet accroissement déjà constaté pour les années 1922, 1923, 1924, ne saurait être attribué uniquement à la dévalorisation du franc.

Les importateurs se sont-ils davantage rués sur les matières premières pour se couvrir contre une nouvelle baisse éventuelle du franc ? Il ne le semble pas, si on se reporte aux chiffres du tonnage importé.

En milliers de tonnes.

	1923	1924	1925	1926	1927
Importations totales.....	54.865	56.462	47.443	45.394	49.370
Importations de matières nécessaires à l'industrie	47.703	49.312	41.054	39.000	41.626

On constate plutôt un fléchissement des importations mais il n'est pas dû uniquement à la majoration des prix de la tonne passés de 710 fr. en 1924 à 928 en 1925 et 1.311 fr. en 1926; il faut, en effet, tenir compte de l'augmentation de la production des industries extractives et de transformation pendant la même période, retracée dans le tableau ci-dessous.

En milliers de tonnes.

	1923	1924	1925	1926	1927
Houille	38.556	44.982	48.090	52.452	52.845
Minerai de fer	23.424	29.000	35.736	39.468	45.672
Fonte	5.300	7.657	8.472	9.392	9.307
Acier	4.976	6.906	7.415	8.385	8.275

En fait la restriction des importations n'a pas troublé la production industrielle puisque l'indice est passé progressivement de 103 en juin 1925 à 130 en octobre 1926. Il faut observer d'ailleurs que l'exportation n'est pas nécessairement fonction de l'importation; celle-ci peut-être plus importante d'une année à l'autre sans que celle-là augmente dans les mêmes proportions; il suffit par exemple que la

capacité de consommation intérieure du pays se soit développée grâce à ses moyens de paiements à l'extérieur, grâce aussi à une différence entre les prix mondiaux et les prix intérieurs ?

Aussi une balance peut être défavorable sans que l'organisme économique en souffre, les années 1928 et 1929 (2 milliards et 8 milliards de déficit) en fournissent un exemple puisque l'activité industrielle a été très grande pendant ces deux exercices.

Le commerce extérieur de 1929 appelle quelques remarques. Il est, de toute évidence, nécessaire d'établir un bilan et de le placer dans le cadre de l'année civile mais en réalité toutes les opérations ne se dénouent pas au cours du même exercice et la liquidation peut s'étendre sur les exercices suivants; les comparaisons peuvent donc conduire à des jugements erronés.

Il arrive aussi que sur la foi de prévisions démenties par les événements tel produit est importé en quantités supérieures aux besoins normaux. Le fait s'est produit pour le blé en 1929; malgré une récolte supérieure de 11 millions de quintaux à celle de 1928 l'importation de céréales est en progression de 7 millions de quintaux sur l'année précédente; il ne fait pas de doute que des exportations de farines dégageront un excédent en 1930, au titre de cet article. De même on retrouvera vraisemblablement en 1930 un excédent d'exportation des produits fabriqués puisque les matières industrielles importées en 1929 accusent une augmentation de 8 millions de tonnes.

Même s'il n'en était pas ainsi cette situation n'est pas inquiétante, car elle témoignerait d'une augmentation de la consommation intérieure. Quant au déficit il est largement compensé par les revenus du tourisme et par les avoirs français à l'étranger (portefeuille de valeurs mobilières, intérêts des placements à court terme) : les rentrées d'or à la Banque de France marquent assez que la balance des comptes se solde par un excédent.

Enfin, et ce sera notre conclusion, 1929 accuse sur 1913 un accroissement de 1.200.000 tonnes à l'importation des

produits alimentaires, notamment pour le café, les fruits, le sucre, la viande.

Il en résulte une dépense supplémentaire d'un milliard or et si on ne peut songer à réduire ces importations, du moins devrait-on faire appel à nos colonies et y développer la production des matières exotiques : c'est toute la question de la mise en valeur des Colonies qui a donné lieu à de belles dissertations dont on peut craindre qu'elles restent académiques.

Le redressement économique et les finances publiques

Il nous reste à tirer une conclusion de ces trop courts aperçus et à voir le bénéfice que les finances publiques devaient retirer du redressement économique

Qu'il s'agisse de l'agriculture, de l'industrie ou du commerce les statistiques nous autorisent à dire qu'entre 1924 et 1925, les diverses branches de la richesse nationale avaient retrouvé, certaines même dépassé, leur activité d'avant-guerre. Cette restauration s'est produite à point nommé et la fiscalité imposée par les circonstances a pu donner ainsi son plein rendement, car elle ne jouait pas comme la fiscalité de 1920 à 1923 dans un organisme anémié.

La question se pose alors du développement de la matière imposable et de l'appauvrissement ou de l'enrichissement de la France.

Avant la guerre la richesse nationale était évaluée à 300 milliards. En 1928, M. Charles Gide après avoir estimé que cette richesse était diminuée du tiers et même de moitié si on tient compte des plus-values non réalisées, reconnaissait que son évaluation décevante devait être en défaut : il la fixait à 1.000 milliards de francs-papier.

Ce sont des chiffres bien délicats à établir car si on peut faire le bilan de la fortune mobilière, comment évaluer même à quelques centaines de millions près la fortune immobilière ? On dispose bien de l'annuité successorale mais à combien fixer les dissimulations à 10, 25, 50 % et à quelles erreurs n'est-on pas conduit selon qu'on prend 10 ou 25 %.

Si on prend pour base par exemple l'annuité successorale de 1928, 18.400 millions, c'est dans le premier cas une fortune de 607 milliards, dans le second une fortune de 690 milliards puisqu'on estime que la masse des biens change de mains tous les 30 ans par voie de succession, réserve faite pour les titres au porteur qui ne seraient déclarés que tous les 50 ans.

Les études fort intéressantes de M. J. Olphe Galliard mettent d'ailleurs en déroute les calculs basés sur l'annuité successorale puisqu'il chiffre à 748 milliards¹ le portefeuille des valeurs mobilières françaises et étrangères détenues par les capitalistes français. Ces quelques observations démontrent combien on se trouve dans le domaine de l'approximation.

D'ailleurs ces calculs dont M. Joseph Caillaux montrait les difficultés lorsqu'il prenait parti contre le prélèvement sur le capital n'ont qu'une valeur de statistique.

Les biens ne présentent d'intérêt que par le produit de leur mobilisation, le revenu, car c'est la somme des revenus qui détermine la capacité contributive d'un pays.

L'inventaire des revenus est plus aisé à établir malgré des lacunes inévitables et des différences d'appréciations à l'occasion par exemple des arrérages de la dette publique. Pour M. Charles Gide cette dette représente une perte pour la nation et le montant de ces arrérages n'est pas vraiment un revenu puisqu'il est pris au contribuable pour être versé au rentier.

A notre avis cette dette n'est pas une perte nette; les dépenses qu'elle a couvertes n'ont pas été toutes des dépenses inutiles, notamment celles qui ont contribué à la restauration des régions dévastées. D'ailleurs les dépenses de guerre nous ont assuré avec la victoire, outre les avantages politiques et moraux, un accroissement territorial et il serait bien difficile de dresser un bilan exact.

Quant aux arrérages de la dette publique et des pensions de guerre ils grèvent la production et ils viennent en déduction du pouvoir d'achat des contribuables; mais ce pou-

1. *Information financière*, mars 1928.

voir d'achat est restitué aux bénéficiaires des rentes et si nous envisageons le problème sous le seul aspect de la consommation le doit et l'avoirs'annulent; le seul inconvénient, et il est grave, c'est que les impôts destinés à la constitution de ces rentes sont perçus sur la production et que leur incorporation inévitable dans les prix de revient crée un lourd handicap sur les marchés internationaux.

Et puis la destination du revenu n'est pas uniquement la consommation; il renferme en puissance de la richesse et il participe à la formation de l'épargne nouvelle. A cet égard on peut fort bien admettre qu'un rentier recevant un revenu de 10.000 fr., versés par dix contribuables ait une aptitude plus grande que ces dix contribuables réunis pour reconstituer de l'épargne; pure hypothèse sans doute mais susceptible de réalité, ce qui nous porte à affirmer que les rentes sur l'Etat, même les rentes de guerre ne doivent pas être intégralement retranchées du revenu national.

Quoiqu'il en soit le revenu peut être calculé et M. Colson l'évaluait en 1925 à 43 milliards de francs or, soit à 25 milliards de fr. papier. Il a certainement augmenté depuis cette époque et si on s'en rapporte aux indices de la production industrielle, aux émissions de titres français et aux placements extérieurs il ne semble pas excessif de le fixer aujourd'hui aux environs de 220 milliards contre 23 milliards en 1913.

Si on ramène ce chiffre aux prix or sur la base non pas du coefficient de dévaluation légale mais d'un indice moyen, le revenu serait de près de 37 milliards, par conséquent en augmentation de 4 milliards.

Malgré la lourde hypothèque des divers budgets, Etat, Caisse d'amortissement, département et communes, ce revenu semble bien correspondre à l'activité générale et au standard de vie de l'ensemble de la nation.

LA SITUATION INTERNATIONALE

Nous venons de voir comment la France a redressé par dix ans d'efforts tenaces une situation économique d'autant plus compromise qu'une des régions les plus riches avait été systématiquement ravagée. On mesure mieux les résultats acquis si on se réfère aux nombreuses crises qui ont troublé l'économie mondiale pendant cette période, au chômage qui sévit dans la plupart des pays et aux embarras monétaires non seulement des belligérants mais des neutres dont certains comme l'Espagne en sont encore à stabiliser leur monnaie.

Aux difficultés économiques internationales sont venues s'ajouter celles de la liquidation politique et financière de la guerre et la France en a été particulièrement éprouvée.

Les divers traités de paix, depuis celui de Brest-Litowsk jusqu'à celui de Lausanne ont modifié profondément la configuration territoriale de l'Europe : la Pologne a été restaurée, l'Autriche-Hongrie démantelée, la Turquie amputée de la majeure partie de son territoire européen tandis que l'Allemagne perdait outre ses colonies, des territoires à l'est et à l'ouest.

La défaite, propice aux révolutions et aux changements de régime a provoqué l'écroulement des dynasties des Habsbourg et des Hohenzollern après celle des tsars de Russie. Certains pays vainqueurs et même neutres ont subi les conséquences politiques de la guerre et en Italie comme en Espagne, le roi relégué au rôle de figurant doit s'effacer devant un dictateur.

On peut dire que tous les pays ont souffert à des degrés divers d'un malaise politique provoqué ou aggravé par le malaise économique auquel n'ont pas été étrangères les

délimitations des nouvelles frontières internationales; il en est résulté une tension latente des relations internationales alimentée par une sorte d'exaltation des nationalismes et voici que l'on soulève déjà la question de la révision de la carte d'Europe.

Cemalaise a même gagné l'Asie où les dirigeants de l'Union des Républiques socialistes Soviétiques ont exploité le sentiment national et le principe du droit des peuples à disposer d'eux-mêmes. Cette propagande a porté ses fruits et elle est la cause des embarras que l'Angleterre a éprouvés après la guerre dans diverses parties de son empire.

Dans ce désarroi général, c'est encore la France qui a gardé la plus belle santé morale. Et, cependant elle a été en proie aux pires difficultés n'ayant pas trouvé l'appui moral et matériel qu'elle était en droit d'escompter de ses alliés, notamment de l'Angleterre. La fraternité des champs de bataille n'a pas survécu à l'armistice; les égoïsmes nationaux surexcités par la lutte économique ont repris le dessus dès la fin de la guerre dont notre grande alliée n'était pas la moindre triomphatrice, car elle avait été délivrée du cauchemar de la menace allemande sur mer, par la reddition de sa flotte et le désastre de Scapa-Flow. Si l'Angleterre a eu une claire vision d'une liquidation, économiquement correcte de la guerre — les diverses notes¹ de ses hommes d'Etat en témoignent — elle a eu tort de reprendre sa politique séculaire.

Sa sécurité, pour être complète, suppose en Europe deux puissances ou deux groupes de puissances militaires susceptibles de s'équilibrer; l'écroulement de l'Allemagne, en rompant cet équilibre, détruisait son rêve et troublait sa quiétude.

La France devenait la grande, la première puissance sur terre et les petites nations nées du traité de paix étaient tournées vers elle. L'Angleterre a redouté cette force militaire et l'éclat que donnait à notre pays la plus grande victoire de l'histoire lui portait ombrage. Elle n'a pas su voir en nous le peuple dont la mission historique semble être la

1. Notes Balfour, 1^{er} août 1922; Bonar Law 3 janvier 1923; Curzon, 11 août 1924.

défense du Droit et de la Liberté, elle n'a vu que l'arbitre possible des destinées de l'Europe. De là, sa politique de bascule et l'appui moral qu'ont trouvé chez elle tantôt l'Allemagne, tantôt la Grèce, enfin l'Italie dont les ambitions ne sont pas précisément un gage de paix. Sa plus grande erreur fut de ne pas faire confiance au libéralisme et au pacifisme de la France.

D'ailleurs, son attitude ne lui a pas été toujours dictée par des considérations politiques. Les problèmes économiques ont joué à cet égard un rôle important. M. Henry Germain-Martin¹ a montré éloquemment l'illogisme évident de la politique d'omni-production pratiquée par la plupart des pays après la guerre; cette politique qui s'est substituée dans le plan international à l'ancienne division du travail a provoqué une guerre de tarifs douaniers et elle a engendré le désordre économique.

Dans cette lutte, la France était, grâce à la réintégration de l'Alsace-Lorraine, un concurrent redoutable pour la métallurgie anglaise; c'est à n'en pas douter pour ce motif que l'Angleterre n'a pas soutenu nos revendications, notamment pour les livraisons du charbon et du coke allemands. Pour arriver à ses fins, elle a même pratiqué, en 1919, les hauts prix de vente de la houille à l'étranger et limité en juin 1920 le contingent des charbons exportés¹.

Ces faits montrent les difficultés que la France a éprouvées dans son œuvre de redressement et de mise en exécution du Traité de Versailles.

Nous allons, d'un trait rapide, parcourir les diverses phases de cette exécution.

*Le Traité de Versailles et les Réparations*²

Le traité signé avec l'Allemagne en juin 1919 est entré en application le 10 janvier 1920.

Outre les clauses politiques, il traite dans l'annexe VIII

1. *De la prétendue faillite des lois économiques depuis 1914*, librairie moderne de Droit, 1925.

2. La plupart des renseignements sont empruntés à l'Inventaire et à un article de M. Bergery, député, dans *Vu* du 19 juin 1929.

de l'obligation pour l'Allemagne de réparer les dommages aux personnes¹ et aux biens, le remboursement des frais de guerre ayant été écarté, mais il ne fixe pas le montant des sommes à verser au titre des réparations.

Il stipule seulement :

1° Que l'Allemagne versera 20 milliards de marks-or avant le 1^{er} mai 1921 (on ne peut pas songer sans stupéfaction qu'aucune indemnité n'a été réclamée à la signature de l'armistice);

2° Qu'à cette date la Commission des réparations fixera le montant de la dette allemande; un accord du 16 juin 1919 avait reconnu à la Belgique une priorité de 2 milliards 1/2 sur les premiers versements.

Après la date d'entrée en vigueur du traité, les gouvernements alliés et associés ont recherché au cours de huit conférences les modalités de fixation de leur créance sur la base, soit de l'estimation des dommages, soit d'un forfait.

Le principe du forfait était admis à la suite de la conférence de Hythe, le 16 mai 1920. Des experts devaient d'après la déclaration commune des alliés « proposer immédiatement à leurs gouvernements le montant minimum de la dette de l'Allemagne qui soit à la fois acceptable pour les alliés et compatible avec la capacité de paiement et de mobilisation de cette dette... »

Mais malgré huit conférences aucun accord n'était réalisé sur les chiffres.

Cependant un plan allié dit « plan de Paris » fut établi. Il comportait 42 annuités dont dix de 2 milliards de marks-or et les suivantes de 6 milliards; en outre une taxe de 12 % sur les exportations allemandes s'ajoutait à ces annuités.

De leur côté les Allemands offraient 50 milliards, en valeur actuelle à 4 % d'intérêt minimum; cette proposition n'avait d'ailleurs été présentée qu'à la suite de l'occupation de Dusseldorf, Duisbourg et Ruhrort.

Entre temps, la conférence de Spa du 16 juillet 1920 avait fixé comme suit le pourcentage des alliés dans la répartition des versements de l'Allemagne :

1. La réparation des dommages aux personnes avait été imposée à la demande de l'Angleterre qui avait très peu de dommages aux biens.

France	52 %
Angleterre	22 %
Belgique	8 %
Italie	10 %
Serbie	5 %
Autres alliés	3 %

En l'absence d'un accord, le 1^{er} mai 1921, la Commission des Réparations chiffrait la dette allemande à 132 milliards de marks-or, auxquels s'ajoutait, en vertu des prescriptions du Traité de Versailles, la dette de guerre de la Belgique; le 5 mai, elle dressait les modalités de paiement dont voici les dispositions essentielles :

1° L'Allemagne devrait remettre en représentation de sa dette trois séries d'obligations :

12 milliards de bons A.	
38 — — — B.	
82 — — — C.	

Les bons A devaient être remis avant le 1^{er} juillet 1921, les bons B avant le 1^{er} novembre 1921, les bons C à la date que fixerait la Commission des Réparations d'après la faculté de paiement de l'Allemagne. Tous les bons portaient intérêt à 5 % plus 1 % à titre d'amortissement. L'Allemagne devait verser en conséquence une annuité de 3 milliards de marks-or à partir du 1^{er} novembre 1921. Aux termes de l'article 4 de l'état des paiements cette annuité comprenait des prestations en nature et des devises étrangères jusqu'à concurrence de 2 milliards et une somme égale à 26 % des exportations allemandes.

L'Allemagne s'acquitta de ses versements en 1921 mais dès le mois de novembre elle demandait un moratoire en raison de la dépréciation de son change.

Ainsi que l'a noté M. Bergery cette période fut la plus sombre de l'histoire des réparations; c'est autour de ce moratoire et de celui de novembre 1922 que s'institua le débat franco-britannique qui se termina par la rupture et l'occupation de la Ruhr. Au cours de ce débat, l'Angleterre présenta le plan Bonar Law qui liait la question des réparations et celle des dettes interalliées européennes.

Comme suite à la demande allemande de novembre 1921 une décision du 21 mars 1922 avait réduit les versements de 1922 à 2.170 millions de marks-or dont 720 payables en devises étrangères et 1.450 fournis par les prestations en nature. Malgré les adoucissements ainsi obtenus, l'Allemagne s'acquittait mal de ses obligations et le 14 novembre 1922 elle demandait un nouveau moratoire, comportant suspension de tout paiement pendant 3 ou 4 ans.

En fait, au 31 décembre 1922, la France avait reçu, depuis la mise en vigueur de l'état des paiements, 1.860 millions alors qu'elle avait dépensé 1.873 millions dont 1.575 pour les frais d'occupation et 298 millions pour le ravitaillement des mineurs allemands, en exécution de l'accord de Spa.

L'Angleterre et la France, n'avaient pas pu se mettre d'accord sur les conditions du moratoire à consentir à l'Allemagne; d'autre part, ce pays ne procédant pas régulièrement aux livraisons en nature, la Commission des Réparations constatait ses manquements, le 26 décembre 1922 pour le bois, le 9 janvier 1923 pour le charbon. En application des dispositions du traité de Versailles, relatives aux sanctions, les troupes françaises et belges occupaient la Ruhr le 11 janvier 1923 dans le but de saisir des gages pour assurer les versements de l'Allemagne.

Cette opération faite contre le gré de nos alliés anglais nous aliéna l'opinion générale; profitant de l'atmosphère ainsi créée, l'Allemagne organisa la résistance passive et nous fûmes ainsi amenés à exploiter nous-mêmes le gage.

On a dit que cette occupation avait causé un préjudice considérable à notre industrie, notamment à l'industrie sidérurgique privée des livraisons de coke allemand et M. Bergery a noté qu'elle s'était traduite par une augmentation de l'importation des charbons anglais.

Les conséquences économiques de l'occupation paraissent avoir été exagérées; en effet si on se reporte à la courbe de la production industrielle, on note bien un léger fléchissement au cours du premier semestre 1923 mais un redressement immédiat qui a porté les indices de 85 à 105 fin décembre 1923; c'est cette activité qui, en raison du faible rendement

du gage de la Ruhr, a provoqué des importations supplémentaires de charbon dont la consommation est passée de 80 au début de 1923 à 100 fin 1923.

Quoiqu'il en soit l'occupation a donné deux résultats dont même le deuxième ne saurait, à notre avis, être contesté :

1° L'excédent net des recettes de l'occupation a été de 3.300 millions¹ dont 1.500 millions ont été portés au crédit de la France; encore faut-il noter que l'organisation de l'exploitation du gage avait été très longue — il ne pouvait en être autrement pour cette usine immense qu'est la Ruhr — et il est bien évident qu'une occupation plus prolongée aurait donné un rendement supérieur;

2° La question des réparations, mal engagée, est entrée dans une nouvelle phase; le plan Dawes né de l'occupation de la Ruhr nous a conduits au plan Young et à une liquidation financière de la guerre qu'on voudrait espérer définitive.

Au lendemain de la cessation de la résistance passive, la Commission des Réparations nommait deux comités d'experts, le comité du général Dawes et le comité de M. Mac Kenna; ils mirent sur pied un plan, dit plan Dawes, qui, d'après leurs conclusions, prévoyait un « règlement dont l'application s'étend sur une période suffisante pour rétablir la confiance et est en même temps établi de manière à faciliter un accord définitif d'ensemble en ce qui concerne tous les problèmes des réparations et les questions qui s'y rattachent, dès que les circonstances rendront cet accord possible. »

Ce plan avait prévu les annuités suivantes :

Millions de marks-or

1924 - 1925	1.000	
1925 - 1926	1.220	
1926 - 1927	1.500	(après un arrangement spécial).
1927 - 1928	1.750	
1928 - 1929	2.500	

1. *Inventaire*, p. 164.

A partir de 1929, cette annuité de 2.500 millions pouvait être augmentée d'après l'indice de la prospérité de l'Allemagne.

Les ressources étaient demandées au budget du Reich, à un impôt sur les transports, enfin à une contribution de l'industrie et des chemins de fer.

La garantie en était constituée par des revenus gagés par des obligations émises par l'industrie et les Compagnies de chemins de fer; le contrôle était assuré par l'Agent Général des Paiements et divers comités dont celui « des transferts » chargé de suspendre le transfert des paiements allemands, le jour où ils compromettraient la stabilité de la monnaie allemande.

Le plan Dawes n'avait pas fixé le nombre des annuités à verser par l'Allemagne et il n'était, selon la conclusion même de ses auteurs, qu'une solution provisoire.

C'est du désir d'arriver à un règlement complet et définitif du problème financier des réparations et du problème politique de l'évacuation anticipée de la Rhénanie demandée par l'Allemagne qu'est né le plan Young.

Un comité représentant les intérêts de la France, de la Belgique, de l'Italie, de l'Angleterre, du Japon et de l'Allemagne et présidé par M. Owen Young¹ s'est réuni à Paris le 10 février 1929. Le 7 juin, ces délégués remettaient leur rapport aux gouvernements qui devaient l'agréer avant de le soumettre, pour ratification, à leurs Parlements respectifs.

Ce plan basé sur la « commercialisation » de la dette a réparti les paiements de l'Allemagne sur 59 annuités : 37 annuités moyennes de 2.050 millions suffisantes pour couvrir les dettes interalliées et les réparations (la France recevra à ce dernier titre 42 milliards en valeur actuelle); 22 annuités destinées à assurer le solde des dettes interalliées. Une banque « la Banque des règlements Internationaux » a été chargée d'assurer l'exécution financière du Plan Young².

1. Les délégués américains assistaient aux réunions à titre officieux.

2. On lira avec beaucoup d'intérêt un ouvrage de M. Pierre Mendes-France, *La Banque internationale*, librairie Valois, 1930.

Ce plan marque la dernière étape de la politique tenace de l'Allemagne pour se rérober aux obligations du Traité de Versailles. Elle a trouvé, il est vrai, un terrain propice à ses temporisations dans les désaccords des alliés, alimentés, tantôt par des dissentiments politiques, tantôt par des antagonismes économiques.

D'ailleurs, sans contester la mauvaise foi évidente de l'Allemagne, il faut bien dire que si on n'a pas donné plus tôt une solution correcte au problème des réparations, c'est parce qu'on a ignoré les lois économiques, notamment celles qui régissent les transferts de richesses.

M. Henri Germain Martin¹ après M. Rist a démontré que le transfert des sommes considérables réclamées à l'Allemagne n'était possible, même avec des versements modérés, que si la balance de son commerce extérieur était nettement favorable. Mais cet excédent d'exportation ne pouvait être obtenu qu'au détriment des nations voisines et on sait comment l'Angleterre s'était employée à éliminer la concurrence des produits métallurgiques français sur les marchés internationaux et avec quelle ténacité elle s'est attachée à supprimer le régime des prestations en nature. Il suffit de soulever cette question pour mesurer la complexité du problème des réparations, qu'on l'envisage sous l'angle économique comme sous l'angle politique.

D'ailleurs les leçons dégagées par les théoriciens semblent déjà perdues et c'est ainsi que l'Amérique, grosse créancière de l'Europe, dresse des barrières douanières de plus en plus élevées devant l'importation des produits européens.

La conclusion qui se dégage c'est que dans le cadre international comme dans le cadre national, les questions économiques ont pris une importance primordiale; si le pouvoir politique en a trop souvent ignoré les lois, elles se sont imposées impérieusement à lui. La politique des peuples à l'intérieur et au delà des frontières a été dominée par l'économique.

Les Gouvernements l'ont enfin reconnu, et c'est à des

1. Ouvrage déjà cité.

experts, théoriciens et techniciens, qu'ils ont demandé la solution des problèmes posés par la liquidation internationale de la guerre. Cette méthode n'en a pas moins rencontré des résistances politiques et nous verrons ultérieurement que tel plan de redressement financier, proposé cependant par des hommes qualifiés, n'a pas précisément trouvé un accueil favorable auprès du Parlement.

Il n'est pas certain d'ailleurs que les Gouvernements aient été grandis par cette sorte de délégation de leurs pouvoirs. Peut-être même, en telle circonstance, ont-ils voulu s'abriter derrière des avis techniques pour prendre des décisions qui s'imposaient et qu'ils n'osaient pas imposer. On a souvent reproché à notre personnel politique son ignorance des questions économiques et financières. Reproche assez immérité, car les compétences ne manquent pas. Les dirigeants ont plutôt péché par une absence de volonté, d'audace, et l'expérience a montré que lorsqu'un homme a voulu, il a entraîné le pays même au prix de sacrifices considérables.

Si le pouvoir politique a perdu quelque prestige, il en a une grande responsabilité; ses intérêts particuliers et ceux dont il assumait plus particulièrement la défense ont obscurci la notion de l'intérêt général et il a perdu ainsi le guide indispensable de tout Gouvernement qui se doit de canaliser les passions, d'arbitrer les conflits, de tenir la balance égale entre les individus et les intérêts, enfin de légiférer pour élever l'homme non seulement dans l'ordre matériel mais dans l'ordre intellectuel et moral.

Les questions matérielles sont venues au premier plan des préoccupations des hommes; il est temps que la bataille des idées reprenne sa place mais il appartient à l'élite de donner l'exemple.

Le progrès, vu sous l'angle matériel, a révolutionné la vie des sociétés. Il est le fruit d'une lutte constante de l'esprit contre les éléments, contre la matière. Ce serait pour celle-ci une belle revanche si ce même progrès devait consacrer l'asservissement de l'homme et de l'esprit.

ANNEXE I

PRODUCTION DE LA HOUILLE

<i>Années</i>	<i>Tonnes métriques</i>
1913	40.844.000
1920	25.261.000
1921	28.960.000
1922	31.900.000
1923	38.550.000
1924	44.980.000
1925	48.100.000
1926	52.450.000
1927	52.845.000
1928	52.500.000
1929	54.900.000

ANN

COMMERCE EXTERIEU

	1913	1918	1919	1920	1921
I. Importations :					
Objets d'alimentation	5.512	4.915	6.981	6.165	4.268
Matières nécessaires à l'industrie	37.161	22.900	29.638	42.321	34.222
Objets fabriqués	1.548	1.537	1.828	2.453	1.57
Total	44.221	28.752	38.447	50.939	40.061
II. Exportations :					
Objets d'alimentation	1.457	268	530	1.262	1.222
Matières nécessaires à l'industrie	18.299	3.035	4.156	9.325	12.892
Objets fabriqués	2.318	400	878	1.880	1.900
Total	22.074	3.703	5.564	12.467	16.014

COMMERCE EXTÉRIEU

Importations	8.400	22.306	35.799	49.905	22.06
Exportations	6.880	4.722	11.880	26.895	19.77
Balance	— 1.420	— 17.584	— 23.919	— 23.010	— 2.29

1. Chiffres provisoires, d'après le *Bulletin de Statistique et de Législation comparée*.

XE II

R (En Milliers de Tonnes)

1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929 ¹
5.090	5.690	5.673	5.142	5.073	6.606	5.825	6.728
44.667	47.703	49.312	41.054	38.959	41.626	42.007	50.604
1.660	1.472	1.477	1.247	1.362	1.138	1.507	2.115
51.417	54.865	56.462	47.443	45.394	49.370	49.339	59.447
948	1.313	1.633	1.393	1.423	1.437	1.683	1.510
19.083	20.488	24.107	24.705	26.336	31.270	34.150	33.019
2.584	3.101	3.646	4.289	4.789	5.287	5.293	5.359
22.615	24.902	29.386	30.387	32.548	37.994	41.126	39.888

R (En Millions de Francs)

23.930	32.614	39.928	44.095	59.514	53.049	53.448	58.280
21.378	30.431	41.468	45.754	59.534	54.924	51.346	50.072
— 2.552	— 2.183	+ 1.540	+ 1.659	+ 20	+ 1.875	— 2.102	— 8.208

PREMIERE PARTIE

**LA POLITIQUE FINANCIÈRE
D'APRÈS-GUERRE.**

“ Une éclatante démonstration a prouvé à l'Europe que la guerre ne paie ni ceux qui la déclenchent, ni ceux qui la subissent, ni ceux qui la gagnent ”.

André TARDIEU.

La guerre a légué à la France un lourd tribut : 1.500.000 hommes tués ou disparus, près d'un million de mutilés, dix départements dévastés, une dette écrasante qui se chiffrait ainsi en 1919 comparativement à celle de 1913 :

	31 décembre 1913	31 décembre 1919
	en milliards de francs	
Dette perpétuelle et à terme.....	31.162 ¹	98.666 ²
Dette flottante	1.432	77.437
	32.594	176.103

Cette augmentation de 144 milliards ne concerne que la dette intérieure. Au cours des hostilités la guerre de matériel, l'occupation de nos plus riches départements industriels nous avaient contraints à recourir à des achats à l'étranger et notre dette extérieure s'élevait de ce fait à 62 milliards³ au 31 décembre 1919, ce qui porte à 206 milliards le coût de la guerre.

1. *Inventaire*, p. 9.

2. *Projet de budget de 1920*, p. 162.

3. Sur la base du dollar à 10,75.

Mais l'ère de paix n'a pas marqué le terme de la politique d'emprunt et la dette publique intérieurs s'est accrue de 100 milliards de janvier 1920 à décembre 1929.

En millions de francs

	31 décembre 1926	30 décembre 1928	31 mars 1930
Dettes consolidées et à terme	162.477	226.501	228.100
Dettes à court terme.....	38.796	17.511	17.403
Dettes flottantes	96.538	44.653	34.370
	297.811	288.665	279.873

Pendant la même période l'Etat a dépensé 86.900 millions pour la reconstitution des régions dévastées et vers 40.275 millions pour les dommages aux personnes, soit 127.175 millions auxquels il faut ajouter 22 milliards versés aux U. S. A. et à l'Angleterre au titre de la dette de guerre laissée à notre charge par le Traité de Versailles; l'Allemagne ayant opéré des versements jusqu'à concurrence de 32 milliards, l'augmentation brute de la dette publique intérieure se chiffre à 117 milliards; si on tient compte des avoirs de la Caisse autonome et du Trésor le montant net s'en trouve ramené à 90 milliards environ; la différence, 27 milliards, traduit l'effort considérable demandé depuis quelques années au contribuable français.

Quant au service de la dette il a augmenté dans des proportions considérables ainsi qu'on peut en juger par les chiffres ci-dessous :

En millions de francs ¹		
1913	1919	1930
1.306	9.934	22.532

C'est par rapport à 1913 une augmentation de 210 %, compte tenu des indices des prix de gros et du coefficient de dévaluation de la monnaie alors que l'ensemble du budget

1. Y compris la dette viagère qui ne présentant pas les mêmes caractères que la dette proprement dite ne devrait pas figurer sous cette rubrique; c'est l'opinion très juste de M. Gaston Jéze reprise par M. Palmade dans son rapport du budget de 1930 (section Finances).

n'a subi qu'une majoration de 76 % (celle des crédits des services civils et militaires n'est que de 30 %.)

Cette situation est sans conteste la conséquence des hostilités mais aussi d'une série d'errements que la guerre excusait et qui auraient dû disparaître, la paix revenue.

Aperçus budgétaires

Les déficits des exercices 1914 à 1919 inclus, 187 milliards, avaient été couverts par l'emprunt et pour le seul exercice 1919 le déficit s'était élevé à 24 milliards. C'est encore à l'emprunt qu'on a dû recourir — et ici c'était justifié — pour la restauration des régions dévastées.

Tâche urgente c'est incontestable, mais il en était une autre tout aussi urgente, la restauration des finances publiques. Elle a été moins bien menée que la première et avec beaucoup de retard puisque l'équilibre budgétaire ne s'est trouvé atteint qu'en 1925; en fait l'emprunt et les appels à la Banque de France ont servi pour partie à couvrir les déficits budgétaires et les frais d'entretien des troupes du Maroc et de Syrie, 37 milliards environ comme le montre le tableau suivant.

En millions de francs¹ :

	1920	1921	1922	1923
Dépenses	58,1	51,1	48,9	45,8
Recettes	20,1	23,1	24,2	27,7
Déficits	38	28	24,7	18,1
Charge des réparations et des pensions ²	17,7	22	17,3	14,9
Déficits budgétaires nets	20,3	6	7,4	3,2

Il est bien évident que le pays ne pouvait pas supporter un effort fiscal supplémentaire de 9 milliards par an mais le recours à l'emprunt a été vraiment abusif.

Une faute très grave avait été commise, il est vrai, par le

1. *Inventaire*, p. 21.

2. *Projet de budget de 1930*, p. 227.

gouvernement de M. Georges Clemenceau qui avait procédé en novembre 1919 à des élections législatives sans avoir obtenu du Parlement le vote du budget de 1920.

On a dit que le pays avait été endormi par la formule mirifique « l'Allemagne paiera ». Peut-être mais on oublie, semble-t-il, le discours prononcé à la Chambre des députés le 29 décembre 1919 par le ministre des Finances M. Klotz, discours très courageux qui mettait le Parlement et par-dessus lui le pays en face de la réalité et où nous relevons ce passage : « Il faut que le contribuable sache d'ores et déjà, je le dis sans fard et en toute franchise, que l'augmentation d'impôts qui lui sera demandée ne sera pas très éloignée de 6 à 7 milliards. Il faut que le budget soit en équilibre, sinon nous ne pourrions pas parer aux difficultés de la situation. ».

Ces paroles se traduisaient par des actes et le ministre des Finances déposait sur le bureau de la Chambre des projets¹ de loi ayant pour objets l'un la création de nouvelles ressources fiscales, l'autre le relèvement des taxes postales, télégraphiques et téléphoniques. Le projet 166 escomptait 6.516 millions — 8 milliards pour l'année entière — de ces recettes nouvelles, en supposant leur vote acquis pour le 1^{er} mars.

Malheureusement la machine parlementaire tourne lentement et la loi n'était promulguée que le 26 juin 1920 (celle portant fixation du budget général l'était seulement le 1^{er} août).

De ce fait, la nouvelle fiscalité n'a pas pu donner son plein rendement. Elle portait d'ailleurs en elle une autre cause d'échec, mise en évidence par la crise économique de 1920-1921, nous voulons dire la proportion trop élevée de taxes indirectes; nul ne conteste l'utilité de ces taxes pour restaurer rapidement des finances déséquilibrées mais il est incontestable qu'on aurait dû à ce moment faire appel dans une plus large mesure aux impôts directs, car les disponibilités étaient très abondantes; en 1920 les emprunts

1. Projets 166 et 167 annexés au procès-verbal de la séance du 13 janvier 1920.

5 % et 6 % ont fourni 18 milliards d'argent frais et les émissions de valeurs mobilières près de 12 milliards¹

En fait, ainsi que le notait l'exposé des motifs du budget de 1921 en face des dépenses ordinaires de l'exercice 1920 soit 21.761 millions n'ont figuré que 13.355 millions d'impôts et revenus ordinaires.

L'exemple de 1920 n'a servi de rien et le ministre des Finances qui a présenté le budget de 1921 s'est refusé à faire un nouvel appel à la fiscalité²; pour justifier son attitude il faisait une énumération des lois fiscales votées de juin 1916 à juillet 1920, comportant des recettes évaluées à 11 milliards pour une année entière, non compris l'impôt sur les bénéfices de guerre créé par les lois des 1^{er} juillet et 30 décembre 1916.

Il est bien entendu que l'activité générale — nous l'avons vu dans la première partie de cette étude — interdisait d'imposer au pays une fiscalité susceptible d'entraver l'essor économique; par ailleurs le budget était privé de la large contribution des départements envahis qui fournissaient avant la guerre 16 % des impôts. Cependant quand on se reporte aux chiffres des émissions publiques en 1920, on est en droit d'affirmer qu'un effort supplémentaire pouvait être exigé des contribuables. Cet effort s'imposait d'autant plus que les gouvernements ne se faisaient aucune illusion sur les versements allemands comme on peut en juger par cet extrait d'une déclaration faite à la Chambre des députés le 28 mai 1920 par M. Millerand, président du Conseil :

« Deux méthodes sont en présence. L'une s'attache à la lettre du Traité, elle se console d'attendre l'heure qui ne sonnera pas, je ne crois pas me tromper, avant quatre ou cinq ans au plus tôt, où des annuités importantes pourront entrer en ligne de compte si, comme je l'espère bien, l'Allemagne tient ses engagements, en se répétant, avec sous les yeux les chiffres du tableau des annuités, que jusqu'en 1950

1. Y compris les émissions du Crédit National et des groupements de sinistrés.

2. Exposé des motifs du projet de budget de 1921, p. 15.

au moins, le Traité nous promet pendant de longues années des annuités considérables.

« C'est une méthode, je ne la discute pas, je l'expose.

« L'autre méthode qui est la mienne, sans rien abandonner des droits inscrits au Traité, ne croit pas prudent, je dirai volontiers ne croit pas possible, de demeurer sans agir, *l'œil fixé sur des textes plus lourds de promesses que de réalités.*

« Si le gouvernement pouvait être assez oublieux de ses devoirs pour penser, à la place qu'il occupe et avec la charge qui pèse sur ses épaules, à ses intérêts personnels, quelle tentation pour lui de s'accrocher à la lettre du Traité *et d'attendre sous l'orme l'heure des échéances.*

« En le faisant, je croirais trahir les intérêts de la France. »

Il n'est pas douteux que si le budget de 1921 s'était rapproché davantage de l'équilibre, les finances de l'Etat auraient été restaurées dès 1924 ou 1925 et la France n'aurait pas connu les affres de 1926.

L'insuffisance des recettes se doublait en outre d'une complication budgétaire qui rendait le contrôle difficile; il y avait, en effet, un budget ordinaire, un budget extraordinaire un budget des dépenses recouvrables sans compter les nombreux comptes spéciaux démesurément multipliés pendant les hostilités et dont certains, le compte du ravitaillement notamment, étaient très onéreux pour les finances publiques.

Aussi dans son projet de budget de 1922 le Ministre des Finances proposait-il comme programme à réaliser d'urgence : équilibre strict du budget, disparition des comptes hors budget, toutes les dépenses devant rentrer sous l'inflexible loi des crédits budgétaires limités, contrôlés et gagés.

En fait, malgré la compression des frais des réparations, les dépenses sont restées à peu près au même étiaage et les exercices 1922 et 1923 se sont encore soldés par de larges déficits, 11.500 millions pour le premier, 8.390 millions pour le second.

L'exercice 1924 marque le premier un progrès mais le salut lui est venu du dehors. Il a fallu en effet la poussée des changes en février-mars pour décider Gouvernement et

Parlement à adopter les mesures nécessaires en vue d'assurer l'équilibre du budget, mesures qui avaient été refusées au ministre des Finances en 1923. Les recettes du budget général de 1924 se sont élevées à 29.058¹ millions contre 28.552² millions de dépenses. Le budget total s'est soldé par un déficit de trois milliards.

Celui de 1925 mérite quelques développements, car il se caractérise par l'unité budgétaire enfin rétablie et par un strict équilibre des recettes et des dépenses, sans recours à l'emprunt.

On pouvait espérer que tout le monde se mettrait d'accord sur un projet qui nous ramenait enfin aux saines méthodes financières.

L'année 1925 pouvait être une étape capitale dans le redressement de nos finances, mais des fautes incontestables d'une nouvelle majorité que la prise du pouvoir avait grisée, l'intransigeance de la minorité qui venait de le perdre et qui a usé de tous les moyens pour retarder le vote du budget³ ont créé dans le pays une agitation et une crise de confiance qui ont conduit nos finances au bord de l'abîme.

Et cependant que comportait ce projet comme menaces contre le capital ?

Il réclamait des armes pour la répression des fraudes fiscales; était-ce nouveau ? par le moins du monde. La fraude a été l'objet des préoccupations de la plupart des gouvernements ainsi qu'en témoignent les exposés des motifs de divers projets de budget; ces préoccupations ont trouvé notamment leur expression dans la loi du 18 avril 1918 instituant des mesures en vue de réprimer les fraudes; le projet de loi 166, cité plus haut, escomptait 50 millions de l'application de mesures analogues et c'est encore pour parer à la fraude qu'au début de 1924 on a institué le carnet de coupôns.

Une des armes proposées tendait « à subordonner l'octroi

1. B. S. L. C., octobre 1925.

2. Projet de loi n° 1708, séance de la Chambre du 12 juin 1925.

3. La loi de finances de l'exercice 1925 n'a été promulguée que le 14 juillet 1925.

de la saisine héréditaire, pour les valeurs mobilières déposées à l'étranger, à un envoi en possession prononcé par le Président du Tribunal civil ». Ce faisant, le gouvernement reprenait une disposition qui avait été préparée, dès avant la guerre, par deux commissions de juristes réunies successivement sous la présidence de M. Lyon Caen, doyen honoraire de la Faculté de droit et de M. Tanon, Président de Chambre à la Cour de cassation; il n'y avait donc rien de nouveau, ni de révolutionnaire dans ces projets.

Comment le gouvernement d'alors a-t-il traduit sa volonté dans ses propositions budgétaires ?

Voici le tableau des suppléments de recettes attendus des nouvelles mesures fiscales.

1. Produit de l'enregistrement	....	395.060.000
2. — du timbre	.....	65.000.000
3. Impôt sur les opérations de bourse..		24.000.000
4. Taxe sur le revenu des valeurs mobilières	.....	67.000.000
5. Taxe sur les Compagnies d'assurances		22.000.000
6. Taxe sur les plus-values d'immeubles et de fonds de commerce..		100.000.000
7. Taxe sur le chiffre d'affaires (exportations)	.....	115.000.000
8. Produits des contributions indirectes	.....	6.473.000
		794.533.000 ¹

1. Impôt sur les bénéfices industriels et commerciaux	.....	134.000.000
2. Impôt sur les bénéfices agricoles....		3.000.000
3. — traitements	.....	3.000.000
4. — professions libérales.		33.300.000
5. Impôt général sur le revenu.....		300.780.000
		474.080.000

1. Projet de budget de 1925.

Si on décompose chacun de ces articles on trouve une taxation supplémentaire du revenu proprement dit d'environ 600 millions et on reste stupéfait en songeant à l'agitation menée autour de ce budget.

Son exécution fut d'ailleurs troublée par les retards de sa promulgation et par la dévalorisation de la monnaie au cours du deuxième semestre. Cependant les prévisions des recettes et des dépenses avaient été établies avec assez de précisions si on en juge par les chiffres suivants :

Crédits	.....	23.137.180.618 ¹	24.197.075.454 ²
Recettes	....	33.150.844.678	£2.991.464.597

Excédent	...	13.664.060	déficit 1.205.611.057
----------	-----	------------	-----------------------

Il reste donc à ce budget des mérites éminents; il a rétabli l'unité, la sincérité dans nos finances, enfin il a réalisé un effort vers l'équilibre auquel on n'était plus habitué et il nous a paru équitable de signa'ler cette nouvelle orientation de la politique financière.

Malheureusement l'année 1925 a été marquée par l'origine d'une crise due aux embarras de la trésorerie dont les décaissements ont été couverts jusqu'à concurrence des 2/3 par des avances de la Banque de France — 13.250 millions. La hausse des devises appréciées — la livre est passée de 88,64 en janvier à 129,64 en décembre, le dollar de 18,54 à 26,75, l'augmentation des prix de gros — 525 en janvier, 563 en juillet, 646 en décembre — jetèrent le trouble dans le budget et la trésorerie.

De décembre 1925 au mois d'août 1926, il n'a pas fallu moins de trois projets³, on serait tenté d'écrire budgets

1. Loi de Finances.

2. Situation des recettes et des dépenses de l'exercice 1925 à la date du 1^{er} juin 1926. Projet de loi n° 2966 annexé au procès-verbal de la séance de la Chambre des députés du 4 juin 1926 qui fait remarquer — p. 85 — que le déficit réel sera vraisemblablement très atténué lorsque la loi de règlement interviendra.

3. a) Loi du 4 décembre 1925. *J. O.*, du 5 décembre, instituant des mesures exceptionnelles destinées à assurer l'équilibre de la Trésorerie.

b) Loi du 4 avril 1926. *J. O.*, 4 avril portant création de nouvelles ressources fiscales.

c) Loi du 3 août 1926. *J. O.* du 4 août portant création de nouvelles ressources fiscales.

extraordinaires pour parer aux difficultés de l'un et de l'autre.

Le pays affolé ne recevait aucune directive du Parlement, dont la majorité hantée par les projets de prélèvement sur le capital, de consolidation de la dette flottante, par la phobie des impôts indirects a été incapable d'arrêter son choix sur une des nombreuses propositions gouvernementales. prisonnière qu'elle était de préoccupations doctrinales et politiques. Le jeu parlementaire était par ailleurs faussé par l'attitude de la commission des finances de la Chambre, dont le rôle de conseiller et de contrôle, a été peu à peu détourné de son objet; non seulement les gouvernements successifs n'y ont pas trouvé les concours qu'ils étaient en droit d'en attendre mais il y ont vu torpiller la plupart de leurs projets; cet organisme technique s'était insensiblement transformé en une sorte d'assemblée tenant à la fois de l'exécutif et du législatif.

De cette confusion des pouvoirs, de l'impossibilité pour les gouvernements de grouper une majorité autour d'un projet de redressement financier est né un désarroi sans pareil au milieu duquel les ministères tombaient comme châteaux de cartes : d'avril 1925 à juillet 1926 treize ministres et sous-secrétaires d'Etat se sont penchés sur nos finances malades et cette instabilité ministérielle a donné au pays et à l'opinion étrangère une impression d'impuissance qui n'a pas peu contribué à précipiter les événements.

Si la trésorerie a particulièrement souffert de cette situation, de son côté le budget de 1926 a été d'une exécution difficile. Déposé sur le bureau de la Chambre des députés le 12 juillet 1925 il était promulgué seulement le 30 avril 1926, ayant été défendu par quatre ministres des Finances; les propositions initiales avaient été majorées de 1.300 millions, majoration encore insuffisante, puisque le chiffre des dépenses de la loi de finances fixé à 37.338.589.202 fr. contre 37.498.759.468 fr. de recettes a été porté par des lois successives à 41.300 millions¹.

Comme celui de 1924 le salut lui est venu de la crise des

1. Exposé des motifs du projet de budget de 1930, p. 109.

changes qui a imposé les mesures fiscales votées en août, grâce auxquelles ce budget s'est trouvé en super équilibre; voici en effet la situation des recettes et des dépenses à la date du 10 juin 1927¹.

Recettes	41.337.188.200
Dépenses	39.745.261.660

Excédent	1.591.926.540
----------------	---------------

Avec le budget de 1927 qui, le premier depuis celui de 1922, est promulgué avant la date d'ouverture de l'exercice nous entrons dans une ère d'inflation budgétaire dont on suit la progression dans le tableau suivant :

<i>En millions de francs</i>			
	<i>Exercice</i>	<i>Exercice</i>	<i>Exercice</i>
	1927	1928	1929
Recettes ²	39.728	42.496	45.430
Dépenses ²	39.541	42.444	45.366
Excédent	187	52	64
Recettes	43.287 ³	47.293 ⁴	62.208 ⁵
Dépenses	42.682 ³	44.063 ⁴	62.154
Excédent	605	3.230	54

Ces chiffres ne donnent pas d'ailleurs la mesure de l'effort demandé au contribuable.

Il convient d'y ajouter les impôts départementaux et communaux dont le chiffre annuel oscille aux environs de 8 milliards et le budget de la caisse d'amortissement. Or depuis sa création en août 1926 jusqu'au 31 décembre 1928

1. Projet de loi n° 4545 annexé au procès-verbal de la 2^e séance de la Chambre des députés du 10 juin 1927.

2. D'après la loi de finances.

3. Situation au 10 juin 1928 (*B. S. L. C.*, juin 1928, p. 1015).

4. Situation en juin 1928 (projet de loi 1785, Chambre des députés, 11 juin 1929).

5. Situation à la date du 13 juin 1930 (projet de loi 3433, Chambre des députés, 13 juin 1930; fin décembre 1929 les excédents budgétaires s'élevaient à 6 milliards).

elle a encaissé les recettes suivantes qui allaient antérieurement au budget de l'Etat :

	<i>En millions de francs</i>
1° Produit brut de l'exploitation industrielle des tabacs	8.540
2° Produit de la taxe complémentaire sur la première mutation	1.231
3° Produit des droits de mutation par décès et de la taxe successorale.....	4.119
	13.990

Pour l'année 1929 ses recettes s'étant élevées à 8 milliards, c'est au total 22 milliards de charges à ajouter aux budgets de 1927, 1928 et 1929.

Si comme on doit le souhaiter nous sommes arrivés à une stabilisation budgétaire, c'est à près de 13 milliards qu'il faut fixer les prélèvements fiscaux pour les budgets de l'Etat et de la Caisse d'Amortissement.

En ce qui concerne l'Etat, le budget général tel qu'il a été voté, s'est accru de 2 milliards de 1926 à 1927, de 3 milliards pour chacun des exercices suivants et de 5 milliards pour l'exercice 1929; les dépenses ont ainsi subi une majoration de 13 milliards en 4 ans, soit 35 %.

Cet accroissement a trouvé sa source dans l'amélioration du sort des fonctionnaires et des victimes de la guerre, mesures qui n'ont suivi en général que de très loin les indices du coût de la vie; d'autre part, la réorganisation militaire, la reconstitution des réserves de guerre, la mise en état de défense des frontières ont nécessité l'ouverture de crédits importants; enfin, et ceci est surtout vrai pour le budget de 1929, l'Etat s'est engagé dans la voie des dépenses pour la réfection de l'outillage national et aussi des dépenses sociales; ces dernières sont d'ailleurs appelées à l'accroître sans parler de celles qui résulteront du vote de sa retraite du combattant.

Quels que soient les motifs de ces augmentations il est temps que ce flot de dépenses soit arrêté. Les excédents des divers budgets ont été un objet de convoitise pour les parties prenantes au budget et pour les groupements de contribuables. Le Parlement n'a pas su leur résister et en cours d'exécution du budget de 1929 plus de 4 milliards de crédits supplémentaires ont été votés tandis que diverses lois, depuis celle du 20 décembre 1928 jusqu'à celle du 26 avril 1930, opéraient 5700 millions de dégrèvements¹.

Cette situation n'a pas été sans alarmer tous ceux qui ont le souci des finances publiques et c'est en ces termes que M. Henry Chéron, examinant la question sur le plan politique, s'exprimait à la tribune du Sénat le 24 mars 1930¹.

Des groupements, des associations que la République a appelés à la vie, mais avec la volonté qu'ils demeurent dans leur rôle, c'est-à-dire dans l'examen des questions professionnelles, en arrivent, constituant le nombre dans un régime où tout repose sur le nombre, à peser gravement sur les décisions du Gouvernement et du Parlement. On se demande où est la souveraineté nationale. Elle devrait être dans les Chambres, dans le Gouvernement. Il semble qu'elle s'exerce aujourd'hui dans des groupements de toute nature qui disposent en fait de l'autorité, sans avoir la responsabilité, et où souvent, les hommes qui sont à la tête sont condamnés eux-mêmes, pour se maintenir, à solliciter chaque jour de nouveaux avantages du budget de l'Etat.

Quand je parle de groupements, je n'évoque pas les uns sans penser aux autres. Qu'il s'agisse des groupements d'intérêts professionnels, peu importe. Mon observation est d'ordre général.

Il faut avoir le courage de reconnaître que cette façon de pratiquer le régime parlementaire est incompatible avec la sauvegarde des finances publiques. Le débordement de dépenses publiques imposées au Parlement par la multiplicité et par l'influence des demandes ne peut conduire le pays, quand les ressources économisées auront été absorbées qu'à une politique d'emprunts et d'impôts nouveaux.

1. Dont 800 millions sur les impôts perçus par la Caisse d'Amortissement.

On ne saurait trop souscrire à ce jugement mais à qui la faute si les grands groupements tendent à se substituer à la souveraineté nationale sinon aux gouvernants qui ont laissé s'effriter les principes d'autorité.

Il n'est reste pas moins que le budget constitue pour le pays une charge considérable. L'expérience de ces dernières années semble démontrer que cette charge n'est pas trop lourde; simple apparence peut-être et on peut se demander par exemple comme nous le signalions plus haut, si le fléchissement accusé par nos exportations en 1929 n'est pas en partie imputable aux impôts.

Nous n'avons pas pu, dans le cadre que nous nous sommes tracé, examiner longuement les budgets de ces dix dernières années mais cet aperçu succinct donne une idée des difficultés du redressement des finances publiques marqué de trois étapes que nous résumerons en quelques mots.

De 1920 à 1924, politique d'emprunt, nécessaire sans doute pour remettre rapidement en état les régions dévastées, mais absolument incorrecte pour équilibrer le budget général; nous aurons l'occasion de voir que cette politique fut surtout néfaste en raison du mauvais aménagement des échéances et des divers postes de la dette.

En 1925, retour à l'unité budgétaire et à l'équilibre avec les seules ressources des impôts.

Enfin, depuis 1927, le budget se traduit par des excédents générateurs de dépenses nouvelles d'une part, de dégrèvements d'autre part. Comme en diverses circonstances la fiscalité a été improvisée sous la pression des événements et qu'on a dû, de toute nécessité, faire un trop large appel aux taxes indirectes il est à craindre qu'une crise économique ne réduise notablement les recettes et que le déficit ne s'installe de nouveau dans les budgets.

LA DETTE PUBLIQUE INTÉRIEURE APRÈS LA GUERRE

La dette intérieure s'élevait à 176 milliards au 31 décembre 1919. Ce chiffre déjà formidable devait augmenter progressivement jusqu'à 300 milliards au 31 juillet 1926. Cet accroissement trouve sa source dans les dépenses né-

cessités par la reconstruction des régions dévastées et le paiement des pensions de guerre, mis à la charge de l'Allemagne par le traité de Versailles. Les difficultés de la France ont été aggravées par la rupture de la solidarité financière des Alliés dès la fin des hostilités, la carence de l'Allemagne, enfin la mauvaise gestion des finances publiques.

L'obligation impérieuse de recourir à l'emprunt interdisait de toute évidence une politique d'amortissement, mais de la répartition de la dette telle qu'elle ressort au 31 décembre 1919 du tableau¹ ci-dessous semblait découler la nécessité d'un aménagement de cette dette :

Dette perpétuelle et à terme.....	98.666
Dette flottante {	
a) portant intérêt	76.488 ²
b) ne portant pas intérêt	949
	176.103

Personne ne se dissimulait les dangers d'une dette flottante aussi élevée, avec 45 milliards de bons de la Défense Nationale comportant des échéances de 1 mois à un an; et M. Klotz, Ministre des Finances, dans son discours du 29 décembre 1919 déjà cité, signalait la nécessité de procéder à des consolidations. Nous verrons ultérieurement les difficultés auxquelles s'est heurtée cette consolidation; le public avait pris l'habitude de souscrire aux bons de la Défense Nationale et la dévalorisation de la monnaie l'incitait naturellement à se porter sur ces titres à très court terme; c'est ainsi que leur montant est passé de 45 milliards le 31 décembre 1919 à 59 milliards le 31 mai 1921 bien que plus de 12 milliards aient été versés en souscription aux emprunts 5 % et 6 % 1920.

Il est bien entendu qu'un ministre des Finances doit choisir le type d'emprunt qui a la préférence des souscrip-

1. Projet de loi n° 168 : budget général de l'exercice 1920, Chambre des députés.

2. Dont 45.445 millions de bons de la Défense Nationale et 26.100 millions d'avances de la Banque de France.

teurs mais il doit se soucier en même temps des intérêts des contribuables; et de la sécurité des finances publiques; lorsque, au surplus, il est en présence d'une abondance monétaire telle que celle de 1920 son choix devient plus libre et il ne doit pas suivre aveuglément les goûts du public.

On ne s'est pas préoccupé de ces principes et les dirigeants ont commis dès le début une grosse faute en ne fixant pas le plafond de la circulation des bons de la Défense Nationale. Il est vrai que l'émission de ces bons procurait des ressources à la Trésorerie et permettait de pratiquer une politique qui ne s'embarrassait pas des soucis de l'équilibre budgétaire.

Ayant souligné dans les développements précédents que le redressement économique commandait une certaine prudence en matière fiscale, nous n'en sommes que plus à l'aise pour critiquer la politique néfaste d'emprunt telle qu'elle a été pratiquée jusqu'en 1924 : politique empirique dénoncée par les techniciens, par les membres de l'opposition au Parlement et aussi par des membres de la majorité dont M. Bokanowski qui l'a combattue en maintes circonstances.

Comme l'a noté M. le Professeur G. Jèze, la politique financière de la France a consisté, comme par le passé, à émettre des emprunts de toute nature, sans méthode, sans préoccupation de l'avenir, sans étude sérieuse de la date de remboursement. Ce fut un empirisme désordonné¹.

Cet empirisme nous a valu la faillite, consacrée par la loi de stabilisation et une dette qui impose au pays au titre des arrérages et de l'amortissement une charge de 11 milliards auxquels s'ajoutent environ 3 milliards prélevés sur les versements de l'Allemagne.

Nous allons aborder l'étude du développement et de l'aménagement de cette dette en distinguant deux périodes :

1^o de janvier 1920 à juillet 1926 date qui marque une nouvelle orientation de la politique budgétaire et de la politique d'amortissement;

2^o d'août 1926 à décembre 1929.

1. La Technique du Crédit public, *Cours des Finances*, 1926, p. 293.

Janvier 1920-Août 1926.

Nous examinerons successivement :

- 1° La dette perpétuelle;
- 2° La dette amortissable;
- 3° La dette à moyen et court terme;
- 4° La dette flottante.

I. — La Dette Perpétuelle.

Au lendemain de la guerre la dette perpétuelle représentait 56 % de la dette totale intérieure contre 78 % en 1913. Cette proportion n'était pas excessive et la prédilection des capitalistes pour les rentes en perpétuel est telle que le dernier emprunt de ce type, le 4 % 1918, avait donné 30 milliards nominal.

Mais l'emprunt perpétuel dont l'amortissement se fait automatiquement par le temps comme d'aucuns l'ont soutenu présente un grave inconvénient; il est, en effet, émis la plupart du temps avec une prime très forte et la dette de l'Etat s'accroît de sommes qu'il n'a pas reçues. C'est ainsi que la dette perpétuelle de guerre s'est élevée à 72 milliards sur lesquels 55 milliards seulement sont entrés dans les caisses de l'Etat; la différence, soit 17 milliards, imposait au budget une charge annuelle d'environ 750 millions. Le revenu réel de ces emprunts a provoqué la hausse du loyer de l'argent et rendu, de ce fait, onéreuse la politique d'emprunt nécessaire après la guerre.

Nous disions plus haut que la proportion de la dette perpétuelle n'était pas trop élevée au regard de la dette totale; devait-on et pouvait-on l'augmenter ? nous n'hésitons pas à répondre oui et cela pour deux raisons.

D'abord l'emprunt est la répartition d'une charge dans le temps et il s'agissait ici des frais écrasants d'une guerre dont les générations futures tireront des bénéfices moraux et matériels autant que la génération actuelle qui a payé un lourd tribut de sang : le traité de Francfort effacé, la France réintégrée dans ses anciennes frontières, le territoire accru des riches provinces lorraines, un développement considé-

nable des moyens de production constituent un héritage qui peut être grevé de quelques hypothèques.

Il faut ensuite noter la répugnance des Ministres des Finances à contracter des emprunts amortissables, au cours de notre histoire financière¹. Pour amortir il faut voter des impôts ou escompter des excédents budgétaires et le Français n'a pas, paraît-il, le courage fiscal; il n'est pas bien certain d'ailleurs que ce jugement soit justifié et c'est plutôt au pouvoir législatif et exécutif qu'il devrait s'appliquer.

C'est parce que les ministres des Finances de la III^e République ont systématiquement recouru à l'emprunt en perpétuel qu'à la veille de la guerre la dette intérieure française était une des plus fortes² et que les capitalistes avaient une préférence marquée pour ce type d'emprunt.

Ajoutons qu'en toute correction les emprunts destinés aux dépenses mises par le traité de Versailles à la charge de l'Allemagne devaient être émis sous la forme amortissable et que le montant envisagé, 100 milliards environ, se classerait difficilement dans le portefeuille français.

Pour ces diverses raisons, il était nécessaire de recourir à la rente perpétuelle pour consolider le flottant et même pour rétablir l'équilibre des premiers budgets de la paix; nous verrons qu'il n'en a rien été et que la dette à très court terme et la dette flottante ont eu la préférence des Ministres des Finances; pendant la période de notre histoire financière deux emprunts perpétuels seulement ont été émis, le 6 % 1920 et 4 % 1925 avec garantie de change³.

Emprunt 6 % 1920.

Dans l'ordre chronologique cet emprunt est le troisième de l'année 1920. Il a été voté d'ailleurs dans des conditions singulières, au cours d'une séance de nuit, le 31 juillet 1920,

1. Voir sur ce sujet M. G. Jèze, *Cours de Finances*, 1926.

2. D'après M. Allix, *Science des Finances*, Rousseau et Cie, 1921 :

France	.....	32.594	millions
Angleterre	.....	17.700	—
Allemagne	.....	6.250	—
Etats-Unis	.....	6.250	— (en 1917).

3. Pour les emprunts de la période 1920-1925, voir M. G. Jèze, *Sciences des Finances*, 1926.

alors que la majorité des membres du Parlement ignorait même le dépôt du projet de loi.

L'exposé des motifs reflétait les soucis causés aux pouvoirs publics par le montant de la dette flottante dont la consolidation était un des objets de cet emprunt; mais ce n'était pas le seul car les modalités de la souscription témoignent assez de l'impécuniosité du Trésor et de la nécessité de recourir à l'emprunt pour couvrir des dépenses de l'Etat.

En effet l'article 4 de la loi du 2 août 1920¹ admettait en libération des souscriptions, concuremment avec les espèces :

1° Les bons de la Défense Nationale, les obligations de la Défense Nationale et les titres de rente 3 1/2 % amortissable;

2° Les bons du Trésor;

3° A concurrence de la moitié au maximum du montant total de chaque souscription, les titres de rentes 5 % 1915 et 1916, 4 % 1917 et 1918 et 5 % 1920, ces titres étant décomptés aux prix d'émission et en ce qui concerne la rente 5 % amortissable 1920 en ajoutant au prix d'émission la portion acquise de la prime de 50 % au remboursement (Le décret du 2 août² a fixé la valeur de reprise à 87,50 du capital nominal pour les rentes perpétuelles 5 % et à 70,80 pour les rentes perpétuelles 4 %).

L'emprunt ayant pour objet avoué la consolidation de la dette flottante et de la dette à court terme, les paragraphes 1 et 2 de l'article 4 n'appellent pas d'observation; on conçoit même très bien que le Ministre des Finances ait essayé de résorber le 3 1/2 % amortissable dont le montant était seulement de 13 millions au 30 septembre 1920.

Mais une grosse faute a été commise par l'admission à concurrence de 50 % de chaque souscription, des rentes 5 % et 4 % perpétuelles et 5 % 1920 amortissable; cette faculté ne peut s'expliquer que par la détresse des finances publiques. Si le public avait compris l'intérêt de l'opération les souscriptions de cette nature auraient atteint un chiffre

1. *J. O.*, 3 août 1920, p. 11062.

2. *J. O.*, 3 août p. 11065.

bien plus élevé. Ces titres ont été peu recherchés en Bourse et pendant la durée de l'emprunt leurs cours se sont tenus au-dessous des cours du 2^e trimestre de 1920 (88 fr, 50 les 5 %, 71,25 le 4 % 1917, 70,95 le 4 % 1918.)

Cependant les avantages étaient tels, pour les porteurs de ces rentes que 12 milliards en furent présentés à la souscription¹ dont on trouve le détail ci-dessous² (en millions de francs).

Numéraire	11.278
Bons du Trésor	15
Bons de la Défense nationale....	4.136
Obligations	355
Rentes 3 % amortissables	3
Rentes 5 % 1915 et 1916	3.607
Rentes 4 % 1917	1.786
Rentes 4 % 1918	4.166
Rentes 5 % 1920 amortissables...	2.739
Divers	4
	28.089

Comme on le voit cet emprunt n'a atteint que partiellement son but puisque la dette flottante et la dette à court terme n'ont été consolidées que jusqu'à concurrence de 4.500 millions. Par contre la conversion des rentes a aggravé les charges du Trésor d'environ 32 millions.

La loi du 2 août — article 7 — prévoit :

Art. 7 — Que les titres de rente à émettre seront acceptés en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre instituée par la loi du 1^{er} juillet 1916 et — article 8 — qu'ils pourront être achetés au moyen du fonds spécial créé par l'article 5 de la loi du 26 octobre 1917.

M. le professeur G. Jèze a critiqué avec raison les dispo-

1. Un arrêté du 23 août 1920 a fixé les délais de la souscription du 20 octobre au 30 novembre 1920.

2. M. G. Jèze, *ouvrage déjà cité*, p. 353.

sitions de l'article 8; si, à la rigueur, on peut justifier l'application du principe du fonds de soutien des cours par achats en bourse, visé par l'article 8 on ne saurait assez protester contre l'amortissement institué par l'article 7; il se concevait d'autant moins qu'on était en période d'emprunt et que d'autre part, le jeu de l'article 7 était appelé à priver de ressources d'impôt le Trésor déjà en mal d'argent.

Signalons enfin que la période d'inconvertibilité a été fixée à 10 ans par l'article 1^{er} ainsi conçu :

« Les rentes émises pourront être remboursées en totalité ou par série à partir du 1^{er} janvier 1931 ».

Cet essai timide et mal conçu de la consolidation de la dette flottante n'a eu, nous l'avons vu, qu'un maigre succès; on peut cependant déplorer qu'il n'ait été renouvelé que cinq ans après et encore sous la pression des événements.

II. — Emprunt 4 % 1925 avec garantie de change.

Dans l'Inventaire de la situation financière de la France au 31 juillet 1924, le Ministre des Finances signalait les difficultés que la Trésorerie éprouverait au cours de l'exercice 1925, et exprimait ses inquiétudes du fait de la crise de confiance, latente depuis plusieurs mois, et dont une première manifestation avait été l'échec lamentable de l'emprunt du Crédit National de décembre 1923.

Pour des raisons tant politiques que financières cette crise devait s'aggraver; d'ailleurs la publicité aussi maldroite que tapageuse faite aux charges écrasantes de la Trésorerie pour l'exercice 1925 n'était pas de nature à rassurer les souscripteurs des emprunts d'Etat et des porteurs de titres de la dette flottante ou à court terme.

On a commis dans ces heures autant de fautes psychologiques que techniques et l'erreur la plus criante de l'Inventaire, celle qui le condamne à nos yeux c'est d'avoir, dans le but de déterminer les responsabilités, dressé un bilan exact sans doute mais si noir qu'il devait pousser à la fuite devant le franc: Jaurès qui connaissait l'âme des foules disait un jour : « Ayons peur de faire peur »; que ne s'est-on inspiré de cette maxime ?

Quoiqu'il en soit, le début de 1925 avait été marqué par une baisse accentuée du franc; le Trésor était vide et pour faire face aux remboursements le Ministre des Finances était obligé de recourir aux avances de la Banque de France : 4 milliards (loi du 15 avril).

Pour le premier trimestre seul, l'excédent des remboursements des bons de la Défense Nationale sur les placements, s'élevait à 1268 millions et il passait à 2292 millions pendant le 2^e trimestre.

C'est pour parer à cette situation inquiétante que le Ministre des Finances, M. Joseph Caillaux, déposait sur le Bureau de la Chambre, le 26 juin 1925, un projet de loi dans l'exposé des motifs duquel nous relevons ce passage :

« Pour dégager l'Etat d'une dette flottante dont la masse peut à tout moment devenir périlleuse nous n'avons voulu recourir qu'à des moyens normaux; nous entendons, écartant tout système de contrainte, quel qu'il soit, nous adresser à la Nation... lui demander un effort librement consenti; (ceci pour rassurer l'opinion publique que des menaces antérieures de consolidation forcée avaient profondément émue).

Mais pour écarter le danger de la dette flottante il ne suffisait pas de rassurer les porteurs il était indispensable de les prémunir contre la dévalorisation de la monnaie; c'est dans cet esprit que le Ministre des Finances déclarait à la Chambre¹ « Si le public a la certitude que les arrérages qui lui seront payés s'adapteront aux fluctuations du franc, il souscrira à l'emprunt offert. Il a besoin de cette sécurité, vous le comprenez. Pour la lui donner, il faut faire un emprunt à change garanti. »

C'était la justification des dispositions de l'article 3 de la loi du 27 juin 1925² ainsi libellé : « Le Ministre des Finances est autorisé à émettre un emprunt réservé aux seuls porteurs de Bons de la Défense Nationale.

« Le taux et les modalités de cet emprunt, aux arrérages duquel sera accordé *une garantie de change* et pourront

1. J. O., Chambre des députés, Débats 2^e séance du 26 juin 1925.

2. J. O., 28 juin 1925.

être impartis les privilèges concédés aux bons de la Défense Nationale par la loi du 13 mars 1924 seront fixés par décret. »

Le décret du 4 juillet¹ pris en application de cet article stipule (article 4) que « ... les arrérages bénéficieront d'une garantie de change sur la base d'une valeur du franc correspondant à 1 /95 de la livre sterling.

Un arrêté du Ministre des Finances qui sera publié au *Journal Officiel* quinze jours avant chaque échéance (5 mars et 5 septembre) fixera le montant de l'intérêt afférent à ladite échéance. Si la moyenne des premiers cours cotés à la bourse de Paris sur la livre sterling pendant le semestre 19 août-19 février ou 19 février-19 août ne dépasse pas 95 frs ce montant sera de 2 frs pour 4 frs de rente. Si elle dépasse 95 frs. l'intérêt sera égal aux 2/95 de cette moyenne.... »

Le capital était garanti au même titre que les arrérages par l'article 2 paragraphe 2.

« Elles (les nouvelles rentes) ne pourront être remboursées que sur la base de cinquante fois le montant du dernier coupon semestriel. »

Le même article accordait à ces rentes, selon la clause de style, non pas seulement les privilèges et immunités attachés aux rentes sur l'Etat antérieurement émises mais encore les privilèges concédés aux bons de la Défense Nationale par la loi du 13 mars 1924 (exonération de l'impôt global sur le revenu).

M. le professeur G. Jèze a qualifié cette disposition de « sabotage de l'impôt sur le revenu ». Jugement un peu sévère; en effet le Ministre des Finances lançait un emprunt dans des circonstances extrêmement difficiles et sa liberté n'était pas entière; d'autre part, puisque les seuls bons de la Défense Nationale étaient admis à la souscription, il semblait équitable de transférer au nouveau titre les privilèges attachés à l'ancien.

Malgré tous ces avantages l'emprunt n'a pas eu le succès que M. Pietri semblait redouter au cours de son intervention dans la discussion du projet de loi. Il n'a produit que 5929 millions.

1. J. O., 5 juillet 1925.

Cependant on avait admis à la souscription les bons du Trésor à 3 et 5 ans 1922 et à 3, 6 et 10 ans 1923, par un arrêté du 12 juillet donnant aux porteurs de ces titres la faculté de les échanger contre des bons de la Défense Nationale.

Il est vrai que la souscription a été troublée par une grève des employés de banque et que la clôture a dû en être reportée successivement au 30 septembre (arrêté du 29 août) et du 20 octobre (arrêté du 29 septembre).

Les causes de l'échec furent plus profondes. Il a tenu d'abord à la faillite du crédit de l'Etat; comme nous l'avons vu plus haut on avait abusé de l'emprunt et la dévalorisation de la monnaie n'était pas de nature à ramener les souscripteurs aux guichets publics.

En outre, les bons de la Défense Nationale étaient détenus en majeure partie par les paysans et il est douteux qu'ils aient bien compris le mécanisme de cet emprunt, pour simple qu'il fût; on sait aussi que les bons représentaient pour beaucoup de commerçants une sorte de fonds de roulement et que d'autre part les banques investissaient dans ces placements une certaine proportion de leurs dépôts.

Mais cet échec tient sans doute aussi au faible taux de l'intérêt, 4 %, alors que le loyer de l'argent variait entre 8 et 9 %, ainsi que l'a noté M. le professeur Jèze¹.

Cependant dès le début de la souscription, le taux réel était plus élevé puisque la livre qui cotait 97,95 le 3 juin était passée à 104,20 le 3 juillet; le cours de 95 frs, imparti au sterling pour servir de base au calcul des arrérages de la rente, était un acte de foi du Ministre des Finances dans la stabilité du franc, que les événements ultérieurs devaient démentir.

Malgré ses imperfections, il est bien regrettable que cet emprunt n'ait pas connu le succès escompté, car d'une part il témoignait de la volonté de consolider la dette flottante et d'autre part il constituait « le principe même d'une

1. M. G. Jèze, *ouvrage déjà cité*; voir en outre dans cet ouvrage sa critique de l'emprunt 4 % 1925.

monnaie de compte nouvelle », ainsi que le notait M. Piétri dans son intervention très remarquée au cours de la discussion du projet de loi¹.

Vu sous cet angle l'emprunt à garantie de change appelle une observation particulière.

On sait que les diverses lois monétaires et notamment celles instituant le cours forcé ont un caractère d'ordre public et qu'il ne peut leur être dérogé par aucune convention particulière ; ces lois qui renforcent les dispositions de l'article 1895 du Code civil ont été appliquées avec la dernière sévérité — la défense de l'unité monétaire l'exigeait impérieusement — par les Cours et les Tribunaux.

C'est ainsi que la jurisprudence refuse de valider les clauses de paiement sur la base de prix variant avec les cours de changes.

Une pratique très intéressante était admise avant la guerre, le paiement en blé des fermages des baux ruraux. Or le 16 novembre 1922 la Cour de Rouen a annulé une clause de cet ordre qui stipulait, il est vrai, le paiement en nature en cas d'établissement du cours forcé ; mais elle n'a pas annulé le bail lui-même, car cette annulation aurait permis au bailleur d'obtenir indirectement l'avantage demandé à la clause illicite.

D'ailleurs la clause des paiements-or interdite à deux Français contractant sur le territoire national ne l'était plus lorsqu'il s'agissait d'un contrat conclu entre un Français et un étranger et voici un extrait d'un arrêt de la Cour de Cassation du 23 janvier 1924 : « il appartient au créancier d'éviter, par des clauses appropriées, le préjudice qui pourrait résulter pour lui de la dépréciation éventuelle de la monnaie indiquée pour le paiement ».

L'Etat pouvait-il par une disposition législative déroger aux dispositions impératives instituant le cours forcé. Cela ne fait pas de doute mais il n'en reste pas moins qu'à l'abri de la détresse du Trésor on créait une catégorie de créanciers privilégiés dont le revenu et le capital étaient mis à l'abri de la dépréciation du franc.

1. *J. O.*, 2^e séance du 26 juin 1925, Chambre des députés, débats.

Dettes à long terme :

Nous examinerons sous cette rubrique, avec le 5 % 1920 amortissable, les emprunts du Crédit national. Comme l'a très judicieusement noté M. le professeur Jèze¹ ce rouage inutile, institué pour attirer la confiance des capitalistes, empruntait sous le contrôle de l'Etat et c'est l'Etat qui effectuait le service des emprunts (arrérages et amortissement); il est donc logique de grouper ses emprunts avec ceux de l'Etat.

Nous avons vu au chapitre précédent qu'on avait peu usé de la dette perpétuelle. Il en a été de même pour la dette à long terme qui n'a donné lieu qu'à trois emprunts, de 1920 à octobre 1926, le 5 % 1920 amortissable et les 5 % 1920 et 6 % 1924 du crédit national.

1° Emprunt 5 % 1920.

M. Klotz, ministre des Finances, déposait sur le bureau de la Chambre le 29 décembre 1919, avec demande de discussion immédiate, un projet de loi ayant pour objet l'émission d'un emprunt en rentes 5 % amortissables. Le but de cet emprunt était ainsi défini dans l'exposé des motifs :

« La tâche la plus urgente est de consolider la dette flottante et d'assurer à la trésorerie les ressources qui lui sont indispensables pendant les mois à venir...

« Le montant des avances de la Banque de France à l'Etat s'élève aujourd'hui à 25 milliards et demi... Quant aux bons de la Défense nationale pour lesquels le public témoigne d'une faveur de plus en plus vive, leur montant en circulation dépasse aujourd'hui 49 milliards et il convient, sans plus tarder, d'offrir à cette masse de capitaux, investie dans des placements d'attente, l'occasion de se fixer dans un placement définitif.

« Le type sur lequel nous avons cru devoir arrêter notre choix est une rente amortissable. Il nous a paru qu'il n'était pas sans intérêt d'affirmer, dès à présent, notre volonté de

1. Voir M. G. Jèze, *opuscule déjà cité*.

ne pas laisser grossir indéfiniment, sans l'atténuer en aucune manière, le montant de la dette de l'Etat. »

Les intentions du ministre des Finances étaient louables et le type d'emprunt très correct mais il a été conclu à un taux très onéreux contrairement à l'avis exprimé en ces termes par M. A. Lefèvre, rapporteur de la commission des crédits : « Examinée mathématiquement, cette opération fait apparaître, en tenant compte de la prime de remboursement un taux très analogue au taux de capitalisation actuel des emprunts existants... Elle ne comporte aucune innovation véritable. La prime de remboursement de 50 fr. n'est autre chose, en effet, qu'une prime d'émission calculée d'une façon différente. Le titre est en réalité un titre de 150 fr. émis au cours de 100 fr. et non un titre de 100 fr. remboursable à 150 francs. »

Jugement absolument faux, tout au moins en ce qui concerne le débiteur, ici l'Etat. La prime d'émission ne peut pas être assimilée à une prime de remboursement; en effet celle-ci doit être versée obligatoirement au porteur de tout titre amorti tandis que la prime d'émission concédée, en général, dans les emprunts en perpétuel ne sera prise en charge par l'Etat qu'à l'occasion d'une conversion dont on sait les avantages pour le budget.

En réalité c'était un emprunt rapportant un intérêt de 5 % auquel s'ajoutait un intérêt supplémentaire décroissant de 50 fr. la première année à 0 fr. 83 la dernière.

Ainsi le taux réel était très rémunérateur et cet emprunt a été néfaste pour les finances publiques, car il a fixé pour l'avenir le loyer de l'argent à un niveau très élevé. Il se concevait si peu que dans l'exposé des motifs du projet de loi le Ministre des Finances faisait état, à juste titre d'ailleurs, de l'abondance des disponibilités.

Il inaugurerait une politique d'autant plus ruineuse que non seulement elle portait atteinte au crédit de l'Etat mais encore qu'elle alourdissait les charges de l'industrie particulièrement avide de capitaux au lendemain de la guerre.

On a beaucoup incriminé cette politique au Ministre des Finances mais il faut noter qu'aucune protestation n'a été élevée contre les modalités de cet emprunt; la discussion

n'en a été marquée que par l'amendement Pressemane tendant à refuser aux nouvelles rentes l'immunité fiscale, question qui avait fait l'objet de débats passionnés en 1908 et avait même été l'occasion d'une chute ministérielle en 1913. Voici les conditions essentielles de cet emprunt telles qu'elles sont définies dans la loi du 30 décembre 1919¹.

« Article 1^{er}. — Le Ministre des Finances est autorisé à émettre un emprunt au mieux des intérêts du Trésor et à inscrire à une section spéciale du grand Livre de la dette publique des rentes 5 %. Ces rentes seront réparties en séries et amortissables par voie de tirage au sort, à un prix de 150 fr. par 5 fr. de rente, dans un délai de soixante ans.

« Article 3. — Sont admis en libération des souscriptions :

« Les bons de la Défense nationale, les obligations de la Défense nationale et les titres de rente 3 1/2 amortissables conformément aux lois et décrets en vigueur;

« 2^o Les bons du Trésor;

« 3^o Les arrérages des emprunts de la Défense nationale à échoir du 1^{er} janvier 1920 au 31 mars 1921.

« Article 6. — Les titres de rente à émettre en vertu de la présente loi seront acceptés en paiement de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre, instituée par la loi du 1^{er} juillet 1916. »

Reconnaissons que cet emprunt, dont nous avons critiqué certaines modalités, avait le mérite d'inaugurer une politique de consolidation de la dette flottante; mais pour donner son plein effet cette mesure aurait dû être complétée par la fixation du plafond d'émission des bons de la Défense nationale; à cet égard le succès de l'opération a été sans lendemain puisque le montant des bons en circulation est passé de 46 milliards le 29 décembre 1919 à 50 milliards le 30 septembre 1920 bien que plus de 8 milliards aient été convertis en rentes 5 % amortissables.

Le tableau ci-dessous donne le détail des souscriptions en millions de francs² :

1. J. O. du 31 décembre 1919.

2. D'après l'ouvrage de M. G. Jèze déjà cité, p. 350; on y trouvera également le plan d'amortissement.

Numéraire.....	7.035.4
Bons du Trésor	0.6
Bons de la Défense nationale..	8.226.1
Obligations de la D. N.	612.3
Rente 3 1/2 % amortissable..	4.4
Coupons de rente 5 % et 4 %.	61.9
	15.940.7

Si on compare le produit de cet emprunt, cependant si intéressant pour le portefeuille, avec celui qui a été conclu quelques mois plus tard en perpétuel on est bien obligé de constater encore une fois que les capitalistes français souscrivent avec peu d'empressement aux emprunts amortissables.

2° Emprunt du Crédit national 5 % mai 1920.

Avant d'étudier cet emprunt il est utile de donner quelques précisions sur les conditions d'émission des emprunts par la Société du Crédit national dont les statuts ont été approuvés par décret en Conseil d'Etat en date du 20 novembre 1919 et par la loi du 10 octobre 1919¹.

Article 4 de la loi : « Les émissions d'obligations seront autorisées par des arrêtés du Ministre des Finances, qui en fixeront les conditions et les modalités. Il pourra, en vertu de ces arrêtés, être attribué aux obligations des lots et des primes payables au moment du remboursement.

Article 5 : « Les obligations auront un privilège, dans les conditions de l'article 7 de la convention approuvée par la présente loi, *sur les annuités versées par l'Etat pour assurer le service des obligations.*

L'article 7 de la convention prescrit que : « L'Etat inscrira chaque année à son budget les annuités nécessaires pour assurer le service des intérêts, le remboursement et, s'il en existe, les primes et lots des obligations que le Crédit national aura émises après autorisation. » Cette disposition

1. Voir sur cette question, M. G. Jèze, *ouvrage déjà cité*, pp. 357 et suiv.

et celle qui est relative au régime fiscal ont été reproduites sur les divers arrêtés du Ministre des Finances.

En ce qui concerne les impôts des valeurs mobilières, le même article a institué un régime qui occasionne un jeu d'écritures bien inutile. Le Crédit national prend, en effet, à sa charge les impôts frappant les valeurs mobilières et l'Etat les lui rembourse.

Le Crédit national a contracté des emprunts amortissables sous la forme de bons ou d'obligations de 500 fr., les obligations comportant des lots. Pour les raisons déjà exposées nous étudierons ces emprunts sous les mêmes rubriques que ceux de l'Etat, mais on trouvera en annexe un tableau groupant les diverses émissions du Crédit national.

Un arrêté du Ministre des Finances du 20 mai 1920¹ a autorisé le Crédit national à émettre un emprunt au capital nominal de 4 milliards, divisé en 8 millions d'obligations de 500 fr. à lots (art. 1^{er}), portant un intérêt de 5 %, remboursable en 75 ans au plus tard, par tirages au sort, suivant un tableau d'amortissement que dressera la Société (art. 2). A signaler la disposition heureuse de l'article 3 autorisant le Crédit national à rembourser par anticipation à 500 fr. à partir de 1940 tout ou partie des obligations restant à amortir.

Ce remboursement anticipé ne pouvait être fait qu'en vertu d'une clause expresse du contrat. En effet la jurisprudence actuelle présume que dans les emprunts amortissables le terme est dans l'intérêt des deux parties²; il est bien évident que dans un emprunt à lots cette présomption est encore plus forte en faveur du créancier dont la souscription a été provoquée par l'attrait des lots.

Les souscriptions à cet emprunt émis à 485 fr. n'ont été acceptées que jusqu'à concurrence de 4 milliards au nominal.

3^o. Crédit national 6 % 1924.

L'article 1^{er} de l'arrêté du Ministre des Finances du 31 dé-

1. J. O., 25 mai 1920.

2. Voir sur cette question M. E. Allix, *Traité de Sciences des Finances*, 4^e édition, Rousseau et Cie, Paris, 1921.

cembre 1929¹ a fixé le montant de cet emprunt au capital nominal de 3 milliards de francs en obligations de 500 fr. amortissables en 50 ans par voie de tirages au sort, avec primes ou avec lots.

Comme pour l'emprunt précédent le Crédit national s'est réservé la faculté du remboursement anticipé, en totalité ou en partie, à partir du 1^{er} janvier 1924 par tranches de 1 million de titres.

Cet emprunt émis à 480 fr. à une heure où la confiance était en déroute n'a produit que 1.632 millions de francs de nominal au lieu de 3 milliards demandés.

III. La dette à terme moyen.

Elle avait pour objet de fournir des ressources à la Trésorerie et elle était composée d'obligations de la Défense nationale, d'obligations sexennales et d'obligations et de bons du Crédit national.

1^o Obligations de la Défense nationale.

Appelées avant la guerre obligations du Trésor elles étaient plus spécialement souscrites par les établissements de crédit.

Elles étaient devenues un type de placement tout indiqué pendant la guerre où les capitaux s'engagent de préférence à court terme. C'est pourquoi le Ministre des Finances s'était fait autoriser par la loi du 10 février 1915 à émettre au mieux des intérêts du Trésor, des obligations dont le remboursement ne pourrait pas dépasser 1925; le Trésor se réservait la faculté de les rembourser à toute date de son choix à partir du 16 février 1920.

Le 14 mai 1919 un nouveau décret était pris en vue d'une émission d'obligations à 10 ans, remboursables au gré du Trésor à partir du 16 mai 1924.

Le Parlement perdait tout contrôle sur ces émissions; aussi pour parer aux abus une disposition ainsi conçue

1. J. O., 1^{er} janvier 1924.

avait été insérée dans la loi du 31 décembre 1921 (art. 81).

« Aucun emprunt de l'Etat ne peut être contracté sous quelque forme que ce soit qu'en vertu d'une loi spéciale. La loi annuelle de finances autorise, en fixant leur montant, leur nature et leur durée l'émission de valeurs du Trésor applicables au remboursement des valeurs du Trésor échéant dans l'année et au service de la Trésorerie.

« Aucune émission supplémentaire ne peut être faite qu'en vertu d'une loi. »

Ces titres avaient d'ailleurs perdu la faveur du public et M. Gaston Jèze a noté qu'ils avaient été convertis peu à peu en titres de rentes perpétuelles et à long terme; au 31 décembre 1919, la circulation s'élevait seulement à 914 millions.

Au cours de la période qui nous intéresse il n'a été émis que 270 millions d'obligations à remettre aux banques d'Alsace-Lorraine en application de la loi du 22 juin 1922, relative à la réforme monétaire en Alsace-Lorraine. Ces obligations portant intérêt à 5 % étaient à échéance du 1^{er} juillet 1932 mais remboursables au gré du Trésor à partir du 1^{er} juillet 1927¹.

Le dernier emprunt contracté à terme moyen l'a été sous la forme de bons du Trésor à 10 ans. L'article 3 de la loi du 28 décembre 1923² avait autorisé le Ministre des Finances à émettre en 1924 quatre milliards de bons du Trésor, au titre du budget général, à échéance maximum de 10 ans.

En vertu de cet article, le Ministre des Finances a pris un décret le 31 octobre 1924³ en vue d'émettre des bons du Trésor 5 % à 10 ans remboursables à 150 % à partir de la 6^e année.

M. Gaston Jèze a fait une critique aussi juste que sévère de cet emprunt, onéreux s'il en fut; le Ministre des Finances avait cependant des circonstances atténuantes, la détresse du Trésor accusée tous les jours par des remboursements des bons de la Défense nationale.

1. Décret du 5 septembre 1922.

2. *J. O.*, 29 décembre 1923.

3. *J. O.*, 1^{er} novembre 1924.

Le produit de cet emprunt a été de 4.920 millions, appliqués intégralement aux besoins du budget général bien que l'autorisation législative ne s'élevât qu'à 4 milliards.

2^o Emissions du Crédit national.

Les trois emprunts du Crédit national ont été contractés sous la forme de bons à 15 ans; ils contiennent les mêmes clauses de style en ce qui concerne les garanties de l'Etat (intérêts, primes, lots et remboursement) et la prise en charge des impôts français par le Crédit national.

a) Emprunt 6 % septembre 1921.

Un décret du 24 septembre 1921¹ a autorisé le Crédit national à émettre un emprunt au capital nominal de 3 milliards de francs, divisé en 6 millions de bons de 500 fr. rapportant un intérêt de 6 % et comportant 4 tirages annuels de lots.

Le remboursement devait avoir lieu à raison de 1 million de bons le 1^{er} novembre de chaque année, de 1931 à 1936.

L'article 7 du décret appelle une remarque; il autorisait en effet les souscriptions en bons de la Défense nationale. Cette faculté ne peut pas s'expliquer; comme sa raison sociale l'indique, le Crédit national avait été créé pour contribuer à la réparation des dommages de guerre et non pour participer à la consolidation de la dette flottante.

La souscription a produit 3 milliards dont 1.140 millions en bons de la Défense nationale.

b) Emprunt 6 % janvier 1923.

L'émission de cet emprunt a été autorisée par un décret du 6 janvier 1923² qui a fixé le capital nominal à 3 milliards.

Les bons de 500 fr. à 6 % étaient appelés à participer à un tirage de lots trimestriel, le remboursement devant être opéré en totalité le 1^{er} février 1948; le Crédit national se

1. J. O., 7 janvier 1923.

2. J. O., 7 janvier 1923.

réservait la faculté de rembourser les bons à 500 fr. en tout ou en partie et à toute époque à partir du 1^{er} février 1922.

Les souscriptions n'ont été acceptées que jusqu'à concurrence de 3 milliards.

c) Emprunt 6 % juin 1923.

Le décret du 9 juin¹ qui l'a autorisé était calqué sur le décret précédent en ce qui concerne l'intérêt et les modalités de remboursement. Il a été souscrit jusqu'à concurrence du montant nominal fixé par le décret, soit 2 milliards.

Les emprunts que nous venons de décrire ne constituent pas la seule dette de l'Etat à terme moyen.

3^o Obligations décennales.

On a, en effet, versé aux sinistrés des obligations décennales du type 1919-1929 dont l'échéance était invariablement fixée à 1929 quelle que fût la date d'émission. Ce procédé était incorrect en raison de l'accumulation des remboursements sur un seul exercice. D'autre part, l'Inventaire signale que ces titres ont subi une dépréciation importante, en raison de leur réalisation rapide par les porteurs désireux de se procurer des fonds.

Le montant des engagements pris ainsi par le Trésor était de 4.180 millions le 30 juin 1924. Il s'est élevé progressivement jusqu'à 7.088 millions le 31 août 1926; ces obligations ont été consolidées à l'occasion des emprunts amortissables, 6 % 1927 et 5 % 1928.

Un autre mode de paiement des dommages de guerre a été institué par les lois du 28 février 1925 et 28 février 1926 qui ont juxtaposé des titres d'annuités décennales aux titres d'annuités trentenaires émis en vertu des articles 152 à 159 de la loi de finances du 31 juillet 1920. Le montant de leur circulation est passé de 882 millions le 31 décembre 1926 à 2.314 millions le 31 mars 1930.

1. J. O., 10 juin 1923.

IV. — Dette à court terme

L'examen de la dette à terme moyen nous a permis de saisir combien on s'est peu préoccupé des dates de remboursement et comment on avait laissé s'accumuler sur l'année 1929 des remboursements qui auraient pu atteindre près de 10 milliards. Cette insouciance éclate davantage lorsqu'on étudie les emprunts à court terme.

C'est sous la forme de bons et d'obligations du Trésor et de bons du Crédit National qu'on a fait appel à l'épargne; ce procédé correct en période de guerre où les capitaux ne sont pas investis en placements à long terme aurait dû être banni, la paix revenue.

Il n'en a rien été et les ressources du Trésor ont servi à combler les déficits budgétaires.

Si le procédé était incorrect par lui-même la répartition des échéances a été néfaste pour les finances publiques et privées. Leur aménagement a été sévèrement critiqué dans l'Inventaire et par M. Joseph Caillaux, ministre des Finances, qui s'est élevé contre « ce fatras d'engagement divers composant un total de 42 milliards dont le remboursement a été étagé sur une période de dix années de façon si irrégulière, si folle que l'on se demande comment il a pu venir à l'esprit de qui que ce soit d'organiser un échéancier aussi déraisonnable. »

Et c'est avec juste raison que M. Jèze a pu dire que cet échéancier était dû à une négligence absolument inexplicable et qui dénote, de la part des Ministres et Chefs de service qui dirigèrent les emprunts, une ignorance et une incurie inimaginables.

Si les années 1925 et 1926 ont été marquées par une politique d'inflation on doit en rechercher la cause non seulement dans les erreurs de ceux qui dirigeaient à ce moment les destinées du Pays mais encore dans le recours abusif aux emprunts à court terme entre 1921 et 1924, notamment pour les besoins du budget des dépenses recouvrables.

C'est d'abord en 1921 une émission de bons du Trésor à deux ans, en coupures de 500 fr. rapportant un intérêt de 6 %, autorisée par un décret du 14 mai 1921. Le mon-

tant des ressources procurées par cet emprunt s'est élevé à 5.665.342.000 fr¹.

En 1922 nouvelle émission de 8.237 millions en bons du Trésor 6 % à 3 et 5 ans remboursables, au gré du porteur le 25 septembre 1925 et obligatoirement le 25 septembre 1927.

En 1923 on recourt encore aux bons du Trésor pour le budget des dépenses recouvrables.

L'article 2 de la loi du 20 février 1923 avait autorisé le Ministre des Finances à émettre des bons du Trésor à concurrence de 13 milliards dont 5 pour le budget général.

Un décret du 24 février 1923 a fixé les conditions de cette émission; les bons de 500 fr., 6 % à échéance de 10 ans étaient remboursables (article 3), au gré du porteur le 8 décembre 1925 à 500 fr., le 8 décembre 1928 à 515 fr., et au gré du Trésor à partir du 8 décembre 1927; le remboursement en 1933 devait s'effectuer à 540 fr.

L'emprunt ouvert du 5 mars au 7 avril a produit 10.090 millions dont 5.648 millions en bons du Trésor 1921 à deux ans qui, venant à échéance, avaient été admis à la souscription.

Une nouvelle opération du même type a été autorisée par un arrêté du Ministre des Finances du 22 septembre 1923. Les bons du Trésor 500 fr. 6 %, à 10 ans d'échéance, étaient remboursables au gré du porteur les 20 mai 1926 et 20 mai 1929, au gré du Trésor à partir du 20 mai 1928, le remboursement intégral devant être terminé le 20 juin 1933. Le montant des souscriptions s'est élevé à 6.189 millions.

Le Trésor s'est encore procuré des ressources au moyen d'obligations sexennales; leur circulation n'a jamais atteint un chiffre élevé ainsi que le tableau ci-dessous :

en millions de francs :

31 mai 1921	205 millions
31 mars 1922	1.335 —
30 juin 1924	929 —
30 avril 1925	571 —
31 mars 1926	343 —

1. Exposé des motifs du budget de 1923. Documents parlementaires, Chambre des députés, n° 4220, 31 mars 1922.

A partir de 1925 il a émis également des obligations en contre-partie des intérêts dus, au titre des indemnités pour dommages de guerre; le montant de ces titres est passé de 478 millions au 30 avril 1925 à 3.077 millions au 31 décembre 1926.

La dette à court terme s'est enfin grossie des emprunts contractés par le Crédit National.

Cette Société a été autorisée par un arrêté du Ministre des Finances, en date du 12 janvier 1921 à émettre des bons décennaux de 500 fr., à 6 %, remboursables au gré du porteur :

Le 1^{er} février 1924 à 500 fr.

Le 1^{er} février 1927 à 507 fr. 50

le remboursement total devant être opéré le 1^{er} février 1932 à 525 fr.

Cet emprunt dont l'émission était illimitée a produit 4.710 millions.

A la suite d'un nouvel arrêté du 10 juin 1922 le Crédit National a lancé un autre emprunt en bons de 500 fr. à 6 %; les modalités du remboursement le classent dans la dette à court terme puisque les porteurs pouvaient l'obtenir dans les conditions suivantes :

Le 1^{er} juillet 1925 à 500 fr.

— — — 1928 à 505 fr.

— — — 1934 à 515 fr.

Le remboursement intégral devait être opéré le 1^{er} juillet 1940 à 530 fr. mais le Trésor avait la faculté d'y procéder à partir du 1^{er} juillet 1934 à 515 fr.

Il faut noter que les porteurs désireux d'obtenir le remboursement anticipé de leurs titres devaient les déposer trois mois d'avance. Ce délai était suffisant pour permettre au Trésor, sauf crise grave, de se procurer les ressources nécessaires.

L'emprunt de juin 1922 a produit le capital nominal de 3.290 millions fixé par le décret.

1. J. O., 21 janvier 1922.

2. J. O., 16 juin 1922.

Nous avons dit plus haut combien le remboursement de la dette à court terme avait été mal réparti. Le tableau ci-dessous permet de mieux saisir cet aménagement déplorable.

Dette à court terme en millions de francs.

Nature des Emprunts	Capital nominal	Echéances au gré des porteurs		
		1924	1925	1926
Bons du Trésor 3-5 ans 1922	8.237		25 sept. 8.237	
Bons du Crédit National 6 % février 1922	4.710	1 ^{er} fév. 4.710		
Bons du Crédit National 6 juin 1922	3. 90		1 ^{er} juill. 3.290	
Bons du Trésor 6 % 3, 6, 10 février 1923	10.090		8 déc. 10.090	
Bons du Trésor 6 % 3, 6, 10 sept. 1923	6.189			20 mai 6.189
Total	32.516	4.710	21.617	6.189

Ainsi dans l'espace de 15 mois on a demandé 32 milliards à l'épargne et, ce qui était plus grave, en laissant peser sur la Trésorerie une menace de remboursements massifs échelonnés entre le 1^{er} février 1924 et le 20 mai 1926 dont 22 milliards pour la seule année 1925.

Ces remboursements pouvaient être exigés mais il est bien certain que l'éventualité ne se serait pas produite si on n'avait pas effrayé l'épargne en agitant à tout instant le spectre des difficultés insurmontables du Trésor. Les fautes techniques de la période d'émission se sont doublées d'erreurs de psychologie au moment des remboursements éventuels.

Des chiffres corroborent notre hypothèse : les émissions
— dette à court terme et bons de la Défense Nationale —

ont produit un excédent de 16 milliards en 1922, de 14 milliards 264 millions en 1923.

Nous pouvons encore tirer argument du montant des bons du Crédit National présentés au remboursement anticipé le 1^{er} février 1924; il s'est élevé seulement à 1.700 millions soit 36 %. Il est bien entendu que ces titres devaient être déposés 3 mois à l'avance, c'est-à-dire le 1^{er} novembre 1923 et que les porteurs n'ont pas pu être impressionnés par la chute du franc du début de 1924; mais on ne saurait oublier que la dévalorisation avait commencé en 1923 (la livre avait atteint le cours moyen de 80 fr. 71 en août contre 69 fr. 74 en janvier) et que l'année 1923 avait été marquée, surtout dans les derniers mois, par un excédent des remboursements des bons de la Défense Nationale sur les placements.

Nous n'entendons pas cependant nier les difficultés de la situation ni les dangers que faisaient courir aux finances publiques cette masse énorme de dette à court terme. On s'en est préoccupé dans tous les milieux et on a assisté à une véritable éclosion de projets ayant pour objet soit le remboursement soit plutôt la consolidation et l'aménagement de cette dette. L'examen de ces projets trouvera mieux sa place à la suite de la dette flottante; en effet celle-ci a causé les plus grands embarras à la Trésorerie et elle a précipité les événements au même titre que la dette à court terme : les décaissements du Trésor en 1925 se sont élevés à 18.298 millions, dont 4926 millions pour les Bons de la Défense Nationale.

V. — La Dette Flottante.

On en a beaucoup abusé après la guerre sous la forme des bons de la Défense Nationale et des avances de la Banque de France.

Le tableau ci-dessous retrace quelques étapes du mouvement des titres de la dette flottante de 1920 à 1926.

En millions de francs.

	Bons de la Défense Nationale	Avances de la Banque de France
31 décembre 1919	46.140	25.600
30 septembre 1920	49.458	25.900
31 mai 1921	51.812	26.200
31 mars 1922	60.839	21.500
1 ^{er} janvier 1923	56.431	23.200
30 juin 1924	56.342	23.000
30 avril 1925	52.246	23.250
Fin décembre 1925	45.735	34.650
30 juin 1926	45.783	36.250
24 juillet 1926	44.150	38.499

Les Avances de la Banque de France.

Le 31 décembre 1919 le montant des avances de la Banque de France à l'Etat s'élevait à 26.100 millions soit une marge de 900 millions, le chiffre légal étant fixé à 27.000 millions¹; la circulation s'élevait à 38 milliards contre 5.912 en juillet 1914.

Malgré cette augmentation considérable, le franc n'avait perdu que la moitié de sa valeur sur le marché des changes mais c'était grâce aux concours que nous avons trouvés notamment auprès de l'Angleterre et des Etats-Unis. Dès que ces concours nous ont fait défaut le franc a marqué un recul et le dollar a coté 14 frs., en mars 1920 contre 9,61 en décembre 1919.

Aussi dans son discours du 29 décembre 1919, le ministre des Finances, M. Klotz, parlait de la nécessité de procéder au remboursement des avances de la Banque de France. Les modalités de ce remboursement ainsi que le taux d'intérêt des avances ont été fixés par diverses conventions; la première en date, celle du 21 septembre 1914, approuvée par la loi du 29 décembre 1919, avait fixé à 3 % au lieu de 1 % l'intérêt que l'Etat devrait verser à la Banque, un an après la cessation des hostilités pour les bons du Trésor

1. Convention du 24 avril 1919.

2. La loi du 17 juillet 1919 avait fixé à 40 milliards le montant total des émissions.

à 3 mois délivrés en représentation des avances; en vertu de l'article 5, ce taux supplémentaire de 2 % devait alimenter le compte d'amortissement de ces avances et du portefeuille prorogé. La convention du 26 octobre 1914, ratifiée par la loi du 20 décembre 1918 a affecté intégralement ces 2 % au compte spécial d'amortissement et en 1919 les taux d'intérêt versés à la Banque ont été fixés ainsi :

1 $\frac{1}{2}$ % pour les premiers 21 milliards.

0,375 % pour le 22^e milliard

0,20 % à partir du 26^e milliard, la Banque de France ne recevant aucun intérêt pour les 23^e, 24^e et 25^e milliards.

Enfin, par la convention du 14 avril 1929 approuvée par la loi du 22 avril 1920, l'Etat a pris l'engagement de rembourser une somme annuelle de deux milliards à dater du 1^{er} janvier 1921, ce remboursement devant être opéré le 31 décembre 1921 et les 31 décembre des années suivantes.

En toute correction, ces remboursements auraient dû être opérés avec des excédents budgétaires; mais on était en période de déficit et, comme pour l'équilibre du budget on y a procédé au moyen de ressources d'emprunt. D'ailleurs les difficultés croissantes du Trésor n'ont pas permis d'appliquer régulièrement la convention.

Le 31 décembre 1921, les avances de la Banque à l'Etat ont été ramenées à 25 milliards, la majeure partie du remboursement ayant été fournie par le compte d'amortissement; mais dès l'année suivante, la loi du 31 décembre 1922, ratifiant la convention du 21 décembre, a réduit à un milliard le montant du remboursement; pour 1923 il a été encore ramené à 800 millions par la convention du 14 décembre 1923 ratifiée par la loi du 27 décembre 1923; pour 1924 la convention du 22 décembre — loi du 31 décembre — a réduit le remboursement à 1200 millions et encore 400 millions ont-ils été prélevés sur le produit de l'emprunt Morgan.

L'année 1925 a été marquée par l'inflation et les avances de la Banque à l'Etat ont été portées de 22 milliards à 39.500 milliards; les étapes en sont retracées dans le tableau ci-dessous :

En millions de francs.

	<i>Avances</i>	<i>Circulation</i>
	—	—
Loi du 25 avril 1925	26.000	45.000
Loi du 27 juin 1925	32.000	51.000
Loi du 23 novembre 1925	33.500	»
Loi du 4 décembre 1925	39.500	58.500

La convention du 7 avril 1925, ratifiée par la loi du 15 avril avait fixé au chiffre disponible du compte d'amortissement le montant du remboursement à effectuer au titre de cet exercice; les avances furent ramenées à 38 500 millions par prélèvement de 955 millions sur le compte de réserve et de 45 millions sur l'emprunt Morgan.

Le dernier stade est marqué par la convention du 24 juillet 1926 prise en conformité de la loi du 22 juillet 1926; en vertu de cette convention, l'Etat a rétrocédé à la Banque de France, au cours de 30 fr. 18, 30.840.836 dollars, reliquat de l'emprunt Morgan de 100 millions; on trouvera plus loin les modalités de cette cession et le montant du crédit porté au compte du Trésor.

La Banque de France a consenti également des avances à l'Etat pour des Gouvernements étrangers.

En vertu d'un accord du 15 février 1915, le Gouvernement français s'était engagé, ainsi d'ailleurs que le Gouvernement anglais à faire un prêt à la Russie jusqu'à concurrence de 625 millions de francs, chiffre porté à 1.500 millions par un nouvel accord du 4 octobre 1915. Ces avances devaient servir notamment au paiement des coupons des emprunts russes et des commandes de matériel de guerre.

La Banque de France a reçu, en contre-partie, des bons du Trésor à 3 mois établis au nom du Gouvernement russe. D'après l'Inventaire, le débit du compte ouvert dans les écritures de la Banque de France s'élevait à 4.886.421.861 frs. se décomposant ainsi :

dépenses effectives (paiement de coupons, de matériel de guerre) 3.240.504.737 frs.
 Agios pour escompte des bons 1.645.917.124 frs.;
 des reversements ayant été opérés jusqu'à concurrence

de 155 millions, le montant des bons remis par la Caisse centrale du Trésor était de 4.731 millions; le débit du compte s'est grossi chaque année des agios et le montant des avances de la Banque s'élevait, de ce chef à 5.470 millions le 30 septembre 1926.

Il nous reste enfin à signaler les emprunts indirects auprès des banques qui ont donné lieu à tant de polémiques.

Voici le mécanisme de ces opérations tel que l'a exposé M. Georges Bonnet¹.

« Le comptoir d'escompte a, par exemple, 200.000 fr. de bons de la Défense Nationale. Il les porte à la Banque de France pour les faire escompter. La Banque de France lui prête 190.000 francs. Le comptoir souscrit au Trésor 190.000 fr. de nouveaux bons. L'opération se fait la veille du bilan de la Banque. Elle permet au Trésor de se présenter avec un compte créditeur... Mais on comprend toute l'irrégularité d'un tel procédé qui permet à un établissement de souscrire 390.000 fr. de bons avec 200.000 fr. de billets ! »

Un procédé identique consistait à porter au compte du Trésor les fonds obtenus par les établissements de crédit au moyen du réescompte de leur portefeuille, la veille de la publication du bilan de la Banque de France. Enfin la Banque employait en bons du Trésor les disponibilités de son compte d'amortissement; ce dernier procédé n'a pas été utilisé en 1922 ni pendant huit mois en 1923².

Cette question des avances occultes a été largement traitée à la Chambre des députés le 9 avril 1925 et au Sénat le 10 avril. De la discussion qui s'est ainsi instaurée, il ressort que le Trésor a recouru pour la première fois aux avances des Banques en octobre 1920 pour un montant de 893 millions remboursés d'ailleurs avant le terme convenu, sur le produit de l'emprunt 6 % 1920.

En 1921 on est resté au-dessous de la limite légale sauf dans les premières semaines de l'année.

1. Georges Bonnet, *Pour avoir un franc stable*.

2. D'après le discours de M. Raymond Poincaré, Sénat, 2^e séance du 10 avril 1925.

Au début de 1922, la marge des avances s'élève à 850 millions mais elle est absorbée en cours d'exercice et le 27 septembre le Trésor demande aux Banques une avance de 300 millions remboursée d'ailleurs dans les trois semaines sur le produit de l'émission des bons à 3 et 5 ans.

Le 4 octobre 1923 — il est curieux de constater que la pénurie du Trésor se produit au début du 4^e trimestre qui connaît cependant les rentrées d'impôts directs — les banques consentent une avance de 525 millions remboursée dans le mois sur le produit de l'émission des bons à 3, 6 et 10 ans.

Le début de 1924 est marqué par une pointe des changes et, le 21 février, sa marge étant insuffisante le Trésor doit vendre à réméré 2 millions de livres, soit 200 millions et le 6 mars il demande 900 millions aux Banques et à la Banque d'Algérie.

D'après un document remis le 19 avril 1924 à M. Millies-Lacroix par M. François Marsal, 2.544 millions ont été avancés au Trésor entre le 2 janvier et le 5 avril 1924 par la coopération de la Banque de France, de la Banque de l'Algérie et des banques privées. Le 20 juin ces avances étaient ramenées à 22 millions et on est au-dessous des plafonds des avances et de la circulation.

En juillet 1924 les escomptes spéciaux des banques reprennent : 1.175 millions le 3 juillet, 1.351 millions le 2 octobre; les années précédentes ces avances ont été résorbées par des fonds d'emprunt, mais le crédit de l'Etat, atteint à l'extérieur et à l'intérieur, ne permet plus de compter sur cette ressource.

Le 31 décembre 1924, conformément à la convention Marsal modifiée, le plafond des avances est ramené à 22 milliards, mais les opérations occultes reprennent dès le lendemain et se chiffrent à 1.365 millions le 15 janvier 1925, 1.651 millions le 12 février 2.523 millions le 12 mars, 3.130 millions le 2 avril. Le 9 avril la Banque de France fait publier la note suivante : « La circulation des billets de la Banque de France s'élève à 43.004.762.188 fr., soit en augmentation de 2.100.896.150 fr. D'autre part, le total

des avances de la Banque de France à l'Etat s'élève à 22.200 millions ».

Ces chiffres figuraient le lendemain au bilan hebdomadaire; afin de régulariser la situation, une convention du 7 avril, ratifiée par la loi du 25 avril portait à 26 milliards le montant des avances à l'Etat et à 45 milliards le chiffre de la circulation.

Que faut-il penser de ces opérations et de la politique inaugurée par la convention de 1920, dite convention Marsal ?

Il est incontestable que des irrégularités très graves ont été commises et que la Banque de France a, selon l'expression du Sénateur M. Gaudin de Villaine, publié des bilans truqués. Mais il ressort nettement des notes échangées entre le Gouvernement et le gouverneur de la Banque de France, particulièrement en février et mars 1925, que l'Institut d'Emission a cru défendre ainsi les intérêts du Trésor et soutenir la devise.

Quant à la politique de déflation, si elle a été mise en déroute c'est parce que la convention reposait sur une faute technique. Son application devait être une source de difficultés pour la Trésorerie dont le fonds de roulement était diminué alors qu'aucune mesure n'avait été prise pour réduire les dangers d'une dette flottante énorme¹. La limite des avances légales s'est trouvée insuffisante et nous avons vu qu'en diverses circonstances le Trésor avait demandé des prêts spéciaux à la Banque de France et aux établissements de Crédit et c'est en ces termes que le 16 octobre 1923, M. de Mouy, Directeur du Mouvement Général des Fonds, tirait la conclusion de cette expérience.

« L'accord passé avec la Banque de France le 29 décembre 1920 reposait sur une méconnaissance du mécanisme qui a permis de donner à la dette flottante un développement considérable, mais en lui conférant par là même une élasticité contre laquelle un recours toujours possible aux avances de la Banque, dans des limites largement calculées, constitue l'unique sauvegarde...

1. Voir M. G. Jèze, *Sciences des Finances*, 1926, p. 210.

« Le seul remède véritable à cette situation consisterait,
 « sauf modification radicale de la politique financière,
 « dans un retour à l'état de choses que deux rembourse-
 « ments successifs ont modifié, en élevant à nouveau d'un
 « milliard la limite maxima des avances que la Banque de
 « France est autorisée à consentir au Trésor.

Le 13 décembre 1923, rappelant à son ministre les termes de cette lettre, il ajoutait :

« Assuré que je suis aujourd'hui qu'il ne sera pré-
 « sentement apporté aucune amélioration à la situa-
 « tion générale des finances publiques, je ne crains
 « pas de maintenir intégralement ces conclusions et
 « c'est assez marquer par là même combien m'apparaît
 « redoutable, pour l'aménagement de la dette flottante,
 « toute mesure qui, bien loin d'accroître la marge d'avances
 « disponibles auprès de la Banque de France, tend, au
 « contraire, à la réduire encore. »

Pour appliquer cette politique de remboursement deux conditions préalables ou concomitantes étaient donc nécessaires : 1^o aménagement de la dette flottante; 2^o rétablissement de l'équilibre budgétaire. Or, nous avons vu comment les emprunts ont été contractés sans méthode et il y avait là un premier obstacle à l'application de ce qu'on a appelé la politique de déflation; nous avons également démontré l'impossibilité pour l'Etat d'assurer l'équilibre budgétaire par les seules ressources d'impôts tout au moins pendant les premières années.

L'inflation de 1924 et de 1925 n'a pas été causée uniquement par les erreurs de l'heure, elle était déjà en germe dans la convention de 1920; celle-ci n'a pas résisté à l'épreuve, même sous des gouvernements qui avaient la confiance du pays. Aux heures de confiance on semble avoir péché par excès d'optimisme. M. Maroni qui avait pénétré ces problèmes a démontré mathématiquement les difficultés auxquelles se heurterait le Trésor¹.

En effet par le mécanisme des bons de la Défense Nationale, celui-ci était devenu une grande banque de dépôt;

1. Débats 16 octobre 1922.

tout renchérissement de la vie, toute reprise de l'activité économique se traduisaient par des remboursements de bons de la Défense Nationale.

Comme il n'y avait aucun plafond d'émission des bons, toute émission supplémentaire renfermait de l'inflation en puissance et cette menace devenait d'autant plus pressante que la marge des avances de la Banque de France à l'Etat était amenuisée par l'application de la convention de 1920.

Il est d'ailleurs important de signaler que le système de déflation adopté, la déflation modérée¹, ne comportait pas une contraction corrélative de la circulation fiduciaire; ceci sans doute pour répondre au désir de la Banque de France de récupérer un contingent de billets pour les besoins industriels et commerciaux.

La déflation brutale n'aurait pas donné de meilleurs résultats, car elle se serait traduite vraisemblablement par des remboursements de bons de la Défense Nationale. La vérité c'est que l'expérience était condamnée d'avance en l'absence de tout équilibre budgétaire et d'une politique correcte en matière d'emprunts.

Les Bons de la Défense Nationale.

C'est un des placements qui a trouvé le plus de succès auprès du public.

Les taux d'intérêt, la variété des coupures de 100 à 100.000 francs — il y a même eu des coupures de 5 et 20 fr. — la facilité de souscrire non seulement dans les établissements de crédit mais encore à tous les guichets publics avaient attiré une clientèle nombreuse, notamment dans les classes rurales. En outre, la souplesse des échéances allant de 1 mois² à 12 mois et les facultés d'escompte avaient permis aux banques et aux commerçants d'opérer des placements avantageux à court terme; le bon de la Défense

1. Ch. Rist, *La déflation en pratique*, Marcel Giard, Paris, 1924.

2. Le bon à un mois non présenté au remboursement pouvait être conservé deux et même trois mois, l'intérêt complémentaire étant versé au moment du remboursement.

Nationale était même devenu un instrument de circulation et de paiement au même titre que le billet de banque et dans son projet de novembre 1925 ayant pour objet l'assainissement de la Trésorerie M. Painlevé estimait que 30 milliards — chiffre certainement excessif — de ces bons faisaient partie intégrante du mécanisme économique et qu'il n'était pas souhaitable d'en poursuivre la réduction.

Comme tous les titres de la dette publique ils étaient exonérés des impôts frappant les valeurs mobilières; la loi du 13 mars 1924 avait même étendu cette exonération à l'impôt général sur le revenu.

S'ils présentaient des avantages pour les souscripteurs, les bons de la Défense Nationale rendirent les plus grands services à la Trésorerie. D'après le Ministre des Finances M. Klotz ils avaient fourni une recette nette de 22.335 millions au cours de la guerre et tous les auteurs estiment que cette forme d'emprunt était correcte.

Malheureusement ce poste s'est enflé considérablement et le montant des bons est passé de 26.453 millions le 31 août 1918 à 46.410 millions le 31 décembre 1919. Tout le monde déplorait le chiffre si élevé de la dette flottante dont la consolidation a été tentée en 1920, à l'occasion des emprunts 5 % amortissable et 6 % perpétuel.

Mais tandis que cette consolidation était opérée aucune mesure n'était édictée pour limiter l'émission des bons; il est bien regrettable, à cet égard, que le Parlement n'ait pas eu les scrupules qui ont inspiré le vote de l'article 81 de la loi du 31 décembre 1921 rappelé plus haut.

D'autre part, si nous avons pris exemple sur la politique anglaise¹ la France n'aurait pas connu les heures tragiques de juillet 1926.

Le recours à la dette flottante était, il est vrai, un moyen commode de dissimuler les déficits budgétaires et de dispenser les contribuables de l'effort fiscal supplémentaire qu'il était possible de leur demander à la fin des hostilités. On sait que le budget des dépenses recouvrables et même

1. La dette flottante anglaise a été réduite, entre 1919 et 1925, de 1.258 millions de livres par des remboursements et surtout par des consolidations. M. G. Jèze, *ouvrage déjà cité*.

Dates des arrêtés d'autorisation des émissions	Taux d'intérêt		Prix d'émission des obliga- tions et bons	Capital émis		Dates de remboursement	Taux de rem- boursement	Lots
	nominal	réel		nominal	effectif			
1919 24 nov.	0,0	5,50	495	4.000	3.960	Par séries se terminant en 1945; faculté de rem- boursement anticipé à partir de 1940. Mêmes conditions.	600 500	68 lots dont 4 de 1 mil- lion (4 tirages par an).
1920 20 mai.	5	5,81	485	4.000	3.880			104 lots dont 8 de 1 mil- lion (8 tirages par an).
1921 24 sept.	6	6,52	498,50	3.000	2.991	Par séries d'un million de bons de 1931 à 1936. Au choix du souscripteur :	500	7.200 lots dont 2 de 500.000 fr. (4 tir. par an)
1922 12 janv.	6	6,67	482 (coupon déduit)	4.710	4.681	le 1 ^{er} février 1924	500	Néant.
—	6	6,72	482	—	—	le 1 ^{er} février 1927	507,50	Néant.
—	6	6,76	482	—	—	le 1 ^{er} février 1932	525	Néant.
10 juin.	6	6,21	498,50	3.250	3.280	Au choix du souscripteur :	500	Néant.
—	6	6,30	498,50	—	—	le 1 ^{er} juillet 1925	505	Néant.
—	6	6,30	498,50	—	—	le 1 ^{er} juillet 1928	515	Néant.
—	6	6,31	498,50	—	—	le 1 ^{er} juillet 1934	530	Néant.
						(avec faculté de rembour- sement anticipé à partir du 1 ^{er} juillet 1934).		
1923 6 janv.	6	6,48	498,50	3.000	2.991	En 1948 (faculté de rem- boursement anticipé à par- tir de 1933).	500	1.200 lots pour chacune des 6 séries de 1 mil- lion (4 tirages par an).
9 juin.	6	6,71	490	2.000	1.960	En 1949 (faculté de rem- boursement anticipé à par- tir de 1933).		1.200 lots pour chacune des 4 séries de 1 mil- lion (4 tirages par an).
31 déc.	6	6,99	480 Total.	4.632 25.032	4.567 25.310	Amortissable en 50 ans par voie de tirage au sort avec primes ou lots (faculté de remboursement anti- cipé à partir de 1934).	500 510 pour 1924 à 1938; à par- tir de cette date augm. de 2 francs par année.	48 lots par an pour chaque série de 1 mil- lion de titres (4 tirages par an).

Emprunts	Nombre des titres en circulation	Valeur des titres restant à rembourser	Charges annuelles (période du 1 ^{er} août 1924 au 31 juillet 1925)	
			en principal	en intérêts
1^o Emprunts à long terme amortissables par annuités constantes.				
5 0/0 1919	7.925.900	{ par lots : 705 millions d'ici 1994 par annuités égales. { à 600 fr. : 4.752,6 millions d'ici 1994 par annuités croissantes.	40	»
5 0/0 1920	7.958.400	{ par lots : 1.417,5 d'ici 1995 par annuités égales. { à 500 fr. : 3.975,5 d'ici 1995 par annuités croissantes.	11,4 20	197,8 »
6 0/0 janvier 1924	3.262.890	{ par lots : 322,9 d'ici 1974 par annuités égales. { avec primes croissantes : 1.855,6 d'ici 1974 par annuités croissantes.	6,4 6,5 7,8	198,9 » 97,8
2^o Emprunts à terme moyen.				
6 0/0 1921	5.980.495	{ par lots : 459,5 millions d'ici 1936 par annuités égales. { à 500 fr. : 2.946 millions de 1931 à 1936 par séries égales.	13	»
6 0/0 janvier 1923	5.991.000	{ par lots : 332,3 millions d'ici 1948 par annuités égales. { à 500 fr. : 2.910 millions en totalité le 4 ^{er} février 1948.	14	»
6 0/0 juin 1923	3.996.400	{ par lots : 232,3 millions d'ici 1949 par annuités égales. { à 500 fr. : 1.938,2 millions en totalité le 15 avril 1949.	9,4 »	179,6 149,8
3^o Bons à terme rapproché.				
6 0/0 février 1922	6.037.538	à 507 fr. 50 : 3.064 millions au gré du porteur le 1 ^{er} février 1927	»	181,4
6 0/0 juillet 1922	6.580.000	à 500 fr. : 3.290 millions au gré du porteur le 1 ^{er} juillet 1925	3,3	197,4
Totaux.	47.732.323		3,4	1.351,7

1. Emprunts 6 0/0 février et juin 1922 : le dépôt pour remboursement à ces dates est facilitatif pour le porteur : une partie de ces emprunts continuera à exister jusqu'aux termes de remboursement suivants. Le 1^{er} juillet 1925, il a été remboursé seulement 1.729 millions de bons 6 0/0 1922 au lieu de 3.500 millions exigibles). Réponse du ministre des finances à la question écrite n° 7303. *J. O. Sénat*, 18 mars 1926, *Débats*, p. 392.

1. Emprunts 6 0/0 février et juin 1922 : le dépôt pour remboursement à ces dates est facultatif pour le porteur : une partie de ces emprunts continuera à exister jusqu'aux termes de remboursement suivants. Le 1^{er} juillet 1925, il a été remboursé seulement 1.729 millions de bons 6 0/0 1922 au lieu de 3.590 millions exigibles). Réponse du ministre des finances à la question écrite n° 7303. *J. O. Sénat*, 18 mars 1926, *Débats*, p. 392.

le budget général étaient équilibrés au moyen d'emprunts et dans le projet de budget de 1921 le Ministre des Finances escomptait 16.500 millions des ressources de trésorerie, pour couvrir les crédits du budget des dépenses recouvrables.

Aussi, grâce à l'abondance des disponibilités, la circulation des bons de la défense nationale a atteint 52 milliards en mai 1921 soit en 16 mois une augmentation de 6 milliards en apparence, en réalité de 18 milliards si on tient compte des consolidations, 12.225 millions.

Nous sommes alors autorisé à dire, et cela d'autant plus librement que nous avons rappelé les ménagements commandés par la situation économique, qu'on n'a tout de même pas demandé suffisamment d'impôts à un pays qui de décembre 1919 à mai 1921, a prêté à l'Etat 44.153 millions se décomposant ainsi :

Crédit National 1919	3.960 millions
Crédit National 1920	3.880 —
5 % 1920 amortissable (numéraire)	7.035 —
6 % 1920 perpétuel (numéraire)	11.278 —
Bons de la Défense Nationale	18.000 —
	44.153 millions

L'émission des bons de la Défense Nationale n'a fait que croître et la circulation s'élevait à 58.500 millions le 31 décembre 1921. Ce chiffre a été substitué à celui de 65.420 millions, à la suite d'une vérification de l'inspection des finances; ce fait, signalé dans l'exposé des motifs du projet de budget de 1923, dénote le désordre de nos finances.

Dès 1922, est-ce la conséquence de l'activité industrielle — les indices de la production sont passés de 65 à 90 — ou de l'instabilité de l'unité monétaire, les souscriptions marquent un ralentissement et l'excédent net du placement des bons n'est que de 669 millions; il est vrai qu'au cours de cette année 16 milliards de valeurs à court terme, bons du Trésor à 3 et 5 ans et bons du Crédit National ont été souscrits par les capitalistes.

En 1923, le phénomène s'accroît et pour la première

fois c'est un déficit de 4358 millions; il faut observer que le public a souscrit 10400¹ millions de bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans et 5 milliards d'obligations du Crédit National à 10 et 15 ans, en sorte que le montant des placements en valeurs à court terme et en bons de la Défense Nationale a été ramené de 16 milliards en 1922 à 14 milliards en 1923.

Nous ne pensons pas qu'il y ait eu là une crise de confiance, tout au moins intérieure; en effet, pour les quatre premiers mois de 1923, le déficit d'émission des bons s'est élevé à 5500 millions et c'est au début de cette période que se place l'occupation de la Ruhr : il y a là une coïncidence dont il est bien difficile de tirer des conclusions mais qui n'en est pas moins curieuse.

D'ailleurs, après ce fléchissement, le deuxième trimestre de 1923 a connu des excédents d'émission de bons mais le déficit est revenu avec octobre et novembre — 3423 millions pour ces deux mois. Faut-il l'attribuer aux besoins saisonniers, à la hausse des prix ou à l'instabilité monétaire?

Tous ces éléments y ont contribué et le Trésor, transformé, disions-nous, en banque de dépôt, a dû alimenter par les remboursements de bons les fonds de roulement des entreprises et des particuliers, devenus insuffisants en raison de la hausse des indices; il l'a fait, en diverses circonstances au moyen des avances occultes des établissements de crédit, l'exécution de la convention Marsal l'ayant privé d'une aisance qui lui était plus que jamais nécessaire.

Le début de 1924 a été marqué également par le déficit provoqué, semble-t-il, plus particulièrement par la hausse des changes. Une intervention sur le marché appuyée par le vote de nouvelles mesures fiscales ayant consolidé provisoirement le crédit de l'Etat, les souscriptions ont fourni des excédents à partir d'avril mais la balance est devenue déficitaire en fin d'année et pour l'exercice les remboursements ont excédé les placements de 2852 millions.

1. Le montant réel de la souscription s'est élevé à 16 milliards dont 5.648 millions de bons du Trésor 1921.

Ces avertissements n'ont pas manqué de troubler l'optimisme officiel, car les bons de la Défense Nationale constituaient une ressource indispensable à la marche du budget; aussi sans essayer de parer aux dangers des remboursements éventuels le Ministre des Finances s'est uniquement préoccupé d'attirer de nouveau les souscripteurs défaillants et dans ce but les bons ont été exonérés de l'impôt général sur le revenu (loi du 11 mars 1924).

Il est inconcevable que, devant ce danger, aucune opération de consolidation volontaire n'ait été tenté ni en 1923 ni en 1924.

Les problèmes de politique extérieure ont-ils absorbé l'attention des gouvernements en 1923 et 1924 au point de faire passer au second plan les questions de politique intérieure et notamment le problème financier? il le semble bien; mais on ne peut que le regretter car les deux tâches pouvaient être menées de front.

En ce qui concerne la dette flottante le gouvernement qui a pris le pouvoir en juin 1924 ne paraît pas en avoir vu, dès le début, le danger et dans l'inventaire, le Ministre des Finances, M. Clementel, affirmait sa confiance dans le renouvellement automatique des bons à chaque échéance.

L'instabilité monétaire et, la hausse des prix, aidant le montant des émissions a continué à décroître et en 1925 les remboursements ont excédé les placements de 4936 millions.

Nous avons vu plus haut que le Ministre des Finances M. Caillaux avait tenté une consolidation par l'émission de l'emprunt 4% à garantie de change qui, en raison des circonstances, n'avait pas donné les résultats escomptés; ils restent cependant appréciables puisque 6 milliards, soit près de 12% de la dette flottante se sont trouvés consolidés.

Si cette opération avait été faite un an plus tôt elle aurait sans doute eu plus de succès et elle aurait produit un effet psychologique heureux, se conjuguant avec la décision prise par le gouvernement de rétablir l'unité et l'équilibre budgétaires.

En fait les remboursements des bons de la Défense

Nationale et des titres de la dette à court terme ont été opérés en 1925 au moyen des avances de la Banque de France.

*Les propositions de consolidation des bons
de la Défense Nationale*

Ceci nous amène à dire un mot des solutions proposées pour résoudre les diverses crises de la Trésorerie.

Il en est une que nous allons écarter immédiatement, c'est celle de la confiance, qualifiée par M. Lucien Romier d'empirisme financier. Elle a été soutenue au Parlement et en dehors du Parlement par des personnalités dont on ne saurait affirmer que l'action ait toujours été profitable aux intérêts du pays. Quelle était la thèse défendue ? Le Gouvernement de la France est entre les mains d'une majorité dont certains éléments effraient le capital et c'est alors la fuite devant le franc et en conséquence les embarras de la Trésorerie; c'est donc à une cause politique qu'il faut attribuer la crise de confiance.

Loin de nous la pensée de dénier le rôle important des réactions psychologiques surtout dans le domaine de la Trésorerie mais nous sommes bien obligés de constater que l'histoire dément la valeur absolue de cette thèse. Sous un gouvernement dont les socialistes étaient exclus, en 1922, l'excédent net du placement des bons de la Défense Nationale n'a été que de 669 millions contre 9 milliards entre le 31 mai 1921 et le 31 mars 1922; du 1^{er} janvier au 30 avril 1923 encore sous un Gouvernement modéré les décaissements du Trésor se sont élevés à 5.704 millions. Et nous avons vu qu'aux mêmes époques, on avait recouru largement à ce qu'on a appelé « les avances occultes des banques ».

On ne saurait donc attribuer à une formation politique déterminée le pouvoir de créer à son gré la confiance; celle-ci repose avant tout sur une saine politique financière et on n'a pas oublié que M. Raymond Poincaré l'a étayée en 1926 par le vote d'impôts massifs destinés à équilibrer le budget et à amorcer l'amortissement de la dette publique.

Un procédé plus concret a été présenté par le parti socialiste : une contribution du capital soit sous la forme d'un prélèvement extraordinaire et unique, soit sous la forme d'un superimpôt sur le revenu.

Ses divers projets semblaient répondre, sinon à une mystique électorale — en soutenant un contre-projet socialiste, le 26 juin 1925, M. Blum se défendait de se livrer à une parade électorale — du moins à une mystique doctrinale.

Ils avaient d'abord contre eux l'échec des expériences tentées dans divers pays, en Allemagne, en Hongrie, en Autriche, en Tchécoslovaquie, en Pologne.

Ensuite le prélèvement sur le capital se heurte à la difficulté d'en établir l'assiette; comment évaluer les terres et les immeubles ? comment évaluer les titres mobiliers, d'après la capitalisation du revenu ou la valeur boursière qui trop souvent escompte l'avenir ? Et même si on trouvait un procédé aussi juste que possible comment atteindre « ce capital ductile, décrit par Karl Marx, sensible, n'ayant ni patrie, ni religion, ni opinion, uniquement aimanté par la recherche du profit » et, pourrait-on ajouter, fuyant l'impôt.

N'aperçoit-on pas que seuls les biens réels seraient sûrement taxés tandis que l'argent fuirait à l'étranger : désertion devant l'impôt mais, ce qui est peut-être plus grave, crise de trésorerie pour l'Etat et les entreprises privées.

Admettons l'assiette établie même au prix d'injustices. Comment s'opèrera le transfert des richesses des particuliers à l'Etat ?

Où le prélèvement, quoique modique, sera perçu sur un seul exercice et c'est, selon l'expression de M. Joseph Cailiaux, la mise à l'encan des terres de France; ou il sera réparti sur plusieurs exercices et il perd alors son caractère — il devient un super-impôt ne gardant que les apparences d'un prélèvement. Il n'a plus les vertus qu'on s'accordait à lui octroyer généreusement pour une restauration financière.

On peut fort bien admettre et soutenir que, conçu sous

cette deuxième forme, il devienne une des assises d'un régime fiscal nouveau, mais ce n'est plus une panacée.

Voici d'ailleurs le jugement porté sur le prélèvement sur le capital par un Ministre des Finances qui se targue d'avoir pratiqué une politique démocratique et qui a, à son actif, le vote de l'impôt sur le revenu¹.

« Il suffira, pour remettre tout en ordre, de compenser cette dette, en partie tout au moins, avec une fraction du capital de la nation. Opération chirurgicale, ajoute-t-on, analogue à celle qu'on pratique sur un malade que la gangrène envahit et auquel on sauve la vie en lui retranchant un membre.

Ce sont là vues qui séduisent quand elles sont habilement présentées, qui ne résistent cependant pas à un examen attentif. Elles rentrent dans la catégorie de ces idées géométriques dont il faut se méfier, qui toujours ou presque toujours, sont en contradiction avec les réalités. Quoi ! les cultivateurs qui m'entourent seraient tenus de payer le dixième de leur avoir, et à défaut de disponibilités qui leur manquent le plus souvent de consentir sur leurs biens une hypothèque de 10 % au profit de l'Etat ?...

De grands manieurs d'argent, de puissants financiers, d'immenses industriels se déclarent partisans du prélèvement sur le capital. Qu'est-ce à dire ? C'est à dire que les spécialistes des affaires savent que les désordres créés par les lois impliquant des transferts de richesses d'individus à Etat, presque aussi complexes que les transferts de richesses de peuple à peuple, sont propices aux grands enrichissements. Ne parle-t-on pas déjà de banques hypothécaires qui seraient fondées pour ramasser la terre et qui auraient sans doute pour pendant des banques raflant les titres que la nécessité de réaliser ferait vendre à vil prix ?

Le danger ainsi signalé n'est pas le seul; le plus grave est celui que présenterait comme conséquence du prélèvement le bouleversement économique; l'économie générale souffrirait de l'absence des capitaux perçus par l'impôt et

1. Discours de M. Joseph Caillaux, Ministre des Finances à Château-du-Loir, le 25 octobre, 1925.

de tous ceux qui auraient fui à l'étranger. En admettant même le succès de l'opération et une diminution corrélative du service de la dette publique n'aurait-on pas à craindre une moins-value des impôts, donc le déséquilibre budgétaire et des difficultés de la Trésorerie. Pour toutes ces raisons le prélèvement du capital est condamné et plus particulièrement en période de troubles financiers.

Aux projets socialistes se rattache une proposition de M. Aubriot, député¹.

L'article 1^{er} instituait un prélèvement sur le capital, les versements étant échelonnés sur cinq exercices.

L'article 8 prévoyait un régime d'hypothèques au profit de l'Etat, hypothèques pouvant être levées au moyen de prêts à 5 ans, à 3 % consentis par le Crédit Foncier sur des fonds empruntés à la Banque de France à 1 %; avec l'article 9 c'était l'inflation en perspective; il condamnait d'avance le projet, de même que l'article 2 qui établissait les taux prohibitifs de 15 % sur la valeur des propriétés non bâties et de 20 % sur la valeur des propriétés bâties, des titres mobiliers y compris les billets de banque, des fonds de commerce et des meubles en général.

Le capital de la France étant évalué par l'auteur de la proposition à 1.000 millions, il estimait à près de 200 milliards le produit du prélèvement. Nous ne reviendrons pas sur nos critiques précédentes mais nous tenons à signaler combien ce projet était fou dans ses calculs et quelles en auraient été les répercussions sur le budget puisque l'article 2 supprimait la taxe de luxe, la taxe sur le chiffre d'affaires et les impôts cédulaires sur le revenu.

Et voici après l'impôt sur le capital une nouvelle formule de contrainte, l'emprunt forcé.

Le député M. Maurice Petsche avait déposé une proposition de loi² tendant à instituer un emprunt forcé sans intérêts (article 1) amortissable en dix ans par fractions égales (article 6). Y étaient assujettis les contribuables inscrits en 1925 au rôle de l'impôt général sur le revenu

1. Proposition de loi n° 215, Chambre, 4 juillet 1924.

2. Proposition de loi n° 2136, Chambre, 2 décembre 1925.

(article 2), le montant de la souscription de chaque assujetti étant égal au total de l'impôt général et des impôts cédulaires dont il avait été redevable au titre de cet exercice.

Le versement était exigible avant le 30 juin 1926, mensuellement en six fractions égales (article 4).

Ce projet qui visait à l'équilibre budgétaire, repris sous une autre forme et élargi, est devenu la loi du 4 décembre 1925 instituant des mesures exceptionnelles destinées à assurer l'équilibre de la Trésorerie.

Quant à la crise de Trésorerie il prévoyait pour la résoudre le procédé de l'inflation (article 7) jusqu'à concurrence de 5 milliards gagés sur le produit de l'emprunt.

Mais on ne s'est pas préoccupé uniquement des moyens de contrainte et des projets faisant appel à la bonne volonté des Français ont été également présentés.

La loterie a été en faveur dans certains milieux et l'idée a pris corps dans une proposition de loi de M. G. Bonnefous député¹.

En vertu de l'article 1^{er} de cette proposition les porteurs de bons de la Défense Nationale avaient la faculté de les échanger à l'échéance contre des bons à lots dont les tirages, ainsi fixés, étaient répartis sur une période de cinquante ans.

1	lot	de 100 millions de francs par an.							
2	—	—	50	—	—	—	—	—	(1 par semestre).
4	—	—	25	—	—	—	—	—	(1 par trimestre).
12	—	—	10	—	—	—	—	—	(1 par mois).
52	—	—	5	—	—	—	—	—	(1 par semaine).
365	—	—	1	—	—	—	—	—	(1 par jour).

Les bons à lot non primés auraient été remboursés aux porteurs en 50 ans à raison d'un amortissement de 2 % par an (article 2).

Nous ne saurions mieux faire que de reproduire la critique sévère mais juste de ce projet présentée par M. G. Jèze : « Le plus insensé, écrit-il² est celui du député conservateur

1. Proposition de loi n° 7135, Chambre, 14 février 1924.

2. *Revue de Science et de Législation financière*, 1924, p. 517.

G. Bonnefous. Cette proposition mérite d'être sauvée de l'oubli; elle constitue un document intéressant car elle reflète l'opinion d'un grand nombre de Français de la haute bourgeoisie... La loterie nationale est une vaste escroquerie nationale. De plus elle est immorale et déshonorante pour un pays. Un pays qui pratique la loterie est moralement de seconde ou de troisième zone. La loterie est une ressource financière pour Etats à finances avariées et à moralité inférieure. Et en conclusion, il rappelle la déclaration suivante du Chancelier de l'Echiquier M. Austen Chamberlain le 26 juin 1919 au cours de la discussion du Victory Loan: « Cette forme d'emprunt (à lots) n'est pas inconnue dans les Bourses du monde, mais en général elle n'est pas pratiquée par les pays de la situation et du crédit du Royaume Uni. Ce serait assimiler nos méthodes et nos principes ainsi que notre crédit à ceux de pays avec lesquels nous n'avons pas été jusqu'ici comparés. »

Une proposition¹ déposée par M. Forgeot, député, nous a semblé intéressante, car elle embrassait les divers aspects du problème, quoique méritant pour partie les critiques du projet de M. Bonnefous.

L'article 1^{er} visait la réduction des avances de la Banque de France.

Les ressources étaient demandées, soit à une loterie (article 2) soit à une majoration de 20 % des impôts directs et indirects si la loterie ne produisait pas 5 milliards.

L'article 4 organisait la lutte contre la fraude mais il paraissait insuffisant puisqu'il ne demandait la nominativité des valeurs mobilières que pour les contribuables soumis à l'impôt sur le revenu.

L'article 5 prévoyait la consolidation volontaire des bons de la Défense Nationale et du Trésor par l'échange contre des titres de rente perpétuelle 4 % au maximum, dispensés pendant 25 ans de tout impôt cédulaire, global et successoral.

Enfin, l'article 6 marquait la préoccupation qu'avait son auteur des problèmes économiques et il demandait

1. Proposition de loi n° 7117, Chambre des députés, 11 février 1922.

que la journée de travail fût portée de 8 à 9 heures du 1^{er} mars 1924 au 1^{er} mars 1925; en outre les droits d'entrée sur les céréales auraient été supprimés.

Par les dispositions de l'article 6, cette proposition avait une supériorité très nette sur les propositions du même ordre. Le problème à résoudre englobait, en effet, non seulement la stabilité du franc, l'équilibre du budget et de la trésorerie mais une question qui les commandait toutes, celle du redressement de l'économie nationale. C'est parce qu'on ne s'est pas suffisamment préoccupé, en haut lieu, de ce redressement, c'est parce qu'on a fragmenté le problème, qu'aucune solution correcte n'a été trouvée en pleine liberté de jugement et d'action.

Voici enfin une proposition de M. Chabrun¹ et plusieurs de ses collègues demandant la création d'une caisse d'amortissement dont les ressources auraient été composées de deux annuités budgétaires :

La première de 14.700 millions correspondant à la somme inscrite au budget de 1926 pour le service des arrérages de la dette publique intérieure;

La deuxième de 1 milliard constituée par :

- a) une taxe complémentaire de 5 % sur les impôts cédulaires;
- b) une taxe progressive sur les successions de 0,50 % à 8 %;
- c) une surtaxe de 7 % sur les transmissions de biens entre vifs et à titre gratuit, ramenée à 3,50 % pour les donations à titre de partage anticipé et les donations par contrat de mariage;
- d) une majoration du prix des tabacs.

Les auteurs de cette proposition s'étaient préoccupés de la stabilité de la monnaie et ils avaient prévu des dispositions en vue du rapatriement de la valeur des marchandises exportées; cette idée avait déjà reçu une application avec la loi du 22 mars 1924 et elle n'apportait aucune innovation, comme nous le verrons plus loin.

La plus grande faiblesse du projet résidait dans l'exi-

1. Proposition de loi n° 2258, Chambre, 17 décembre 1925.

guité des ressources mises à la disposition de la Caisse d'amortissement en face d'une dette flottante énorme.

A cet égard la proposition de loi¹ du groupe socialiste ayant pour objet la création d'un office national des tabacs était mieux conçue.

En effet les 30 milliards d'obligations bénéficiaires qu'elle créait devaient être souscrits à raison de 10 milliards en bons de la Défense Nationale, de 15 milliards en valeurs à court terme ou en rentes perpétuelles et de 5 milliards en numéraire dont 4 seraient remis au Trésor en représentation de l'actif apporté par l'Etat, ces 4 milliards devant servir au remboursement des avances de la Banque de France.

Après le prélèvement du montant nécessaire au paiement des arrérages des obligations, 60 % des bénéfices restant devaient être versés au budget de l'Etat.

Présenté dans une période plus sereine et sous une autre paternité — il est curieux de constater combien se perd la notion d'absolu dans les assemblées politiques — ce projet aurait eu les plus grandes chances de succès. Il est d'ailleurs devenu en août 1926, après certaines modifications, une des assises du système d'amortissement.

Les diverses propositions que nous venons d'examiner demandaient pour la plupart des ressources à l'impôt; il nous reste à voir une dernière solution préconisée pour le remboursement de la dette flottante, l'émission de billets de la Banque de France.

La première proposition est celle de M. Aubriot député².

L'article 1^{er} prévoyait l'émission par tranches successives, suivant les nécessités, de 150 milliards de francs de billets, gagés par la remise à la Banque de France des obligations allemandes A et B prévues par les accords de Londres.

Les effets néfastes de l'inflation ont été assez souvent décriés pour qu'il soit inutile de souligner la folie d'une pareille combinaison.

1. Proposition de loi n° 2263, Chambre, 17 décembre 1925.

2. Proposition de loi n° 2029, Chambre, 20 janvier 1921.

La plupart de ces projets dont certains ne manquaient pas d'intérêt présentaient une grave lacune qui a été soulignée à propos de la proposition Forgeot. Un autre défaut de ces projets comme d'ailleurs de ceux qui ont été présentés par les gouvernements successifs c'est d'être nés sous la pression des événements et d'avoir été dépassés par eux en vertu de la vitesse acquise.

On s'est complu dans une politique d'atermoiement et les vaines discussions sur les mérites et l'esprit de justice de tel ou tel régime fiscal ont fait échouer tous les projets d'amortissement de la dette; en fait, c'est par l'émission de billets de banque qu'on a satisfait en 1925 aux demandes de remboursement des titres de la dette à court terme et de la dette flottante; ce procédé a été utilisé comme une ressource extrême et M. Caillaux, dans son projet d'octobre 1925, a voulu l'ériger en système; celui du plafond unique ou plafond mobile.

Ce système avait été défendu éloquemment en ces termes par M. François Pietri¹, député : « J'imagine donc que, prenant pour base le montant actuel des bons de la Défense Nationale, du Trésor, et de tous titres du même ordre effectivement émis, le Parlement déclare : « Ce chiffre ne sera plus, et sous aucun prétexte, dépassé. »

J'imagine, par ailleurs, que, sans abolir le plafond de la circulation fiduciaire, on le joigne au plafond nouveau des bons pour faire, des deux réunis, un vaste plafond commun. Ce serait là une sorte de grand bornage d'ensemble de toute la masse du papier monétaire de la Banque et du papier semi-monétaire de l'Etat, une façon, hautement loyale, de dire : « Nous ne voulons plus de ce Pactole obscur des bons à court terme de l'Etat. Nous le limitons solennellement. Nous faisons plus : nous venons le joindre, en outre, à la masse des émissions fiduciaires... »

Qu'advierait-il ? il est aisé de s'en rendre compte et les avantages théoriques du mécanisme tiennent dans ces deux propositions :

1° Le bon serait apprécié par la limitation même;

1. François Piétrie, *La querelle du Franc*, librairie Hachette, Paris, 1929. Article de *l'Opinion* du 23 mai 1925.

2° Le porteur de bons serait tranquilisé par la certitude d'en avoir toujours la contre-partie en billets.»

Ce système reposait sur une première erreur qui a été dissipée par M. Charles Rist¹ en ce qui concerne le papier semi-monétaire de l'Etat. Pour M. Rist les titres de la dette à court terme et notamment les bons de la Défense Nationale ne constituent pas des moyens de paiements dans la mesure que l'on croit généralement et ils le sont d'autant moins que leur vitesse de circulation est bien plus faible que celle des billets de banque.

Il n'est pas bien certain par ailleurs que la limitation de l'émission des bons aurait donné confiance aux porteurs de ces titres qui auraient, de ce fait, été appréciés.

Mais prévoir le remboursement des bons par une émission illimitée de billets de banque c'était, pour reprendre une expression de M. Loucheur, dont l'esprit audacieux est cependant bien connu, risquer une aventure. L'idée était séduisante sans doute et son auteur invoquait à son appui la loi « de l'utilité finale : à restriction de l'offre, afflux de la demande et réciproquement. »

En théorie cette thèse était soutenable mais l'application en aurait certainement été mise en déroute comme l'avait été celle du fameux circuit fermé.

Et, c'est ce qui faisait qualifier « d'insensé »² le projet préparé par M. Joseph Caillaux en octobre 1925 et dont voici le texte :

« Art. 1^{er}. — Il est institué une Caisse d'amortissement de la Dette publique. Elle fonctionne dans les conditions prévues par les lois du 28 avril 1816; du 6 avril 1876 et du 29 décembre 1808. Cette Caisse comprendra deux sections : La première prendra en charge, à dater du 1^{er} novembre 1925, l'émission, le remboursement et le service des bons de la Défense nationale, de la Dette à court terme du Trésor et du Crédit national. Elle assurera, en outre, l'amortissement de la Dette perpétuelle ou à long terme de l'Etat ainsi que des titres d'emprunt à long terme du Crédit

1. Charles Rist, *La déflation en pratique*, ouvrage déjà cité.

2. G. Jèze, *ouvrage déjà cité*.

national dans les conditions prévues à l'article 6. La deuxième section sera chargée du service et du remboursement des dettes envers les Etats étrangers... »

« Art. 2. — Le montant des bons de la Défense nationale en circulation ne pourra dépasser le chiffre de 50 milliards augmenté des sommes nécessaires au remboursement de la dette à court terme venue à échéance postérieurement au 31 octobre 1925. »

« Art. 5. — Les ressources de la présente section de la Caisse d'amortissement sont constituées par : 1^o le produit de l'émission des bons de la Défense nationale ou de valeurs du Trésor, placés dans le public ou, à titre exceptionnel et en vertu d'autorisation législative, à la Banque de France. Toutefois, il ne pourra être usé de cette dernière faculté que dans la limite de l'excédent du remboursement des bons de la Défense nationale ou des valeurs du Trésor sur les émissions. »

« Art. 9. — Les fonds de la Caisse nationale d'amortissement de la Dette publique seront obligatoirement déposés en compte courant au Trésor. »

Dans l'exposé des motifs¹ le Ministre des Finances traitait ainsi la question de l'inflation :

« Au vrai, il n'est qu'une objection forte en apparence plus qu'en réalité qui ait été opposée par avance à notre projet. Nous la prendrons de corps à corps, avec la volonté de redresser les idées qui courent sur ce sujet.

Cette objection tient tout entière dans un mot que chacun répète, dont peu de gens connaissent le sens exact : l'inflation. « Vous allez faire de l'inflation ! Y pensez-vous criminel que vous êtes ? »

Qu'est-ce que l'inflation ?

Il y a inflation quand l'Etat crée des billets ou des bons pour acquitter les dépenses publiques. Il n'y a inflation d'aucune sorte quand l'Etat substitue à la monnaie déguisée ou en réserve, que sont les engagements à court terme, la monnaie plus effective ou plus immédiatement utilisable que sont les billets-or.

1. *Petit Parisien*, 30 octobre 1925.

Est-il question, dans notre projet, de faire gémir les presses à imprimer pour parer à des déficits budgétaires ? Ce serait de l'inflation critiquable, condamnable au premier chef. Rien de tel. Notre politique financière ne tiendrait pas, si elle n'avait pour assises l'équilibre rigoureux du budget.

Que redoute-t-on ? Il peut arriver que, comme cela est advenu au commencement de cette année, les demandes de remboursement des bons de la Défense nationale excèdent les émissions. Alors la Caisse d'amortissement s'adressera à la Banque de France.

Il peut encore arriver que la même caisse, pourvue d'une annuité qui lui permettra d'amortir ce que nous avons appelé le fatras des engagements à court terme en un laps de temps raisonnable, ne puisse plier tous les porteurs desdits engagements à ce nouvel échéancier ; que, par suite, elle ait à subir des pointes, c'est-à-dire à faire face certaines années, à des remboursements qui ne seront pas compensés par le jeu des annuités dont elle ne sera pourvue qu'après quelque temps. Alors, il lui faudra l'appui momentané de la Banque de France, et après ? La caisse n'aura fait que substituer, à de la monnaie déguisée, de la monnaie effective. Elle n'aura fait qu'appeler notre établissement national de crédit au rôle qu'il doit remplir dans les périodes de grand trouble financier. »

De toute évidence, il n'y a inflation, au sens strict du mot que lorsque les billets émis servent à couvrir les déficits budgétaires et que la masse nominale des pouvoirs d'achat est augmentée sans un accroissement corrélatif des biens. Mais par quelle subtilité veut-on dénier ce qualificatif à la même opération, sous prétexte qu'elle vise l'allègement de la trésorerie, car enfin la trésorerie fait partie du mécanisme budgétaire ; son rôle, nous en convenons, a été grossi démesurément mais tôt ou tard les ressources qu'elle a procurées au budget devaient être récupérées, en partie tout au moins, par l'impôt.

Cependant, si on se place à l'époque où le projet de M. Joseph Caillaux était élaboré on est amené à faire deux constatations ; la première, déjà évoquée, concerne le trou-

ble apporté à la trésorerie par l'application de la convention Marsal; la seconde a trait à la circulation fiduciaire.

Cette circulation, il faut bien le reconnaître, était insuffisante et cela depuis 1923 si on s'en rapporte aux calculs faits par M. Wolff sur la masse normale des pouvoirs réels d'achat en France. Les chiffres ci-dessous qu'il a donnés s'obtiennent en divisant le montant nominal de la circulation — billets et dépôts particuliers à la Banque de France — par l'indice des prix de détail¹.

1 ^{er} janvier 1921	11.417 millions de francs 1913	
1 ^{er} janvier 1922	12.859	—
1 ^{er} janvier 1923	11.551	—
30 juin 1923	10.984	—
1 ^{er} janvier 1924	10.716	—
1 ^{er} janvier 1925	10.591	—
30 juin 1925	10.025	—
1 ^{er} janvier 1926	11.526	—
30 juin 1926	10.942	—

Ce tableau présente le plus vif intérêt; dès juin 1923 le montant de la circulation ne représentait plus la masse nécessaire de pouvoir d'achat et on s'explique mieux la rupture du fameux circuit et le ralentissement des souscriptions des bons de la D. N. Il apporte également une réponse éloquente à tous ceux qui ont prétendu que l'inflation était la cause de la hausse des prix alors que le volume de la circulation, comme d'ailleurs le taux des salaires, ont constamment couru après les indices: 14 milliards de billets émis en 1925 ont été nécessaires pour rétablir une juste relation entre les prix et la circulation. Il s'était créé une sorte de psychose de l'inflation et, sans les embarras de la Trésorerie, personne n'aurait osé prendre l'initiative de proposer l'augmentation pourtant si indispensable du chiffre des billets.

Envisagée sous cet angle, l'inflation proposée par M. Cailiaux n'était donc pas un mal mais il était inadmissible de l'ériger en système pour parer aux besoins de la Trésorerie.

Ces diverses propositions qui étaient l'expression des tendances politiques et doctrinales des groupes parlemen-

1. Ces renseignements sont empruntés à l'ouvrage de M. Pierre Fraysinet, déjà cité.

taïres n'ont pas été discutées, à l'exception d'un contre-projet socialiste¹ dont voici à titre documentaire le texte de l'article 1^{er} :

« En vue de l'assainissement des finances publiques, de la sécurité du travail, de l'épargne et de la richesse nationale qui exigent la stabilité monétaire, il est établi sur la fortune acquise une contribution extraordinaire et unique exclusivement consacrée à l'amortissement de la dette et, par voie de conséquence, à la diminution des impôts annuels et au développement de la prospérité publique. »

Nous avons fait toutes réserves sur le rôle de la confiance dans les embarras du Trésor mais nous reconnaissons bien volontiers que des projets comme celui-ci, groupant un nombre important de voix, 210 contre 340, n'était pas de nature à rassurer les capitalistes.

C'est d'ailleurs semble-t-il, pour répondre à cette tendance d'une partie de la majorité que le projet de loi² relatif à l'assainissement financier, présenté par M. Painlevé, Président du Conseil et Ministre des Finances, le 6 novembre 1925 comportait « des modalités rébarbatives dont l'unique objet paraît être de donner à ces additions l'apparence d'un prélèvement sur le capital, alors que ce système a été sagement écarté³.

Sous la pression de cette fraction de la majorité le Gouvernement avait également accepté une modification à son projet primitif et ils s'était résigné à une consolidation des titres de la dette à court terme.

C'est la seule fois où cette solution a été présentée au Parlement. L'article 6 nouveau était ainsi rédigé.

« Les porteurs de Bons du Trésor à 3, 5 et 10 ans 1923, (1^{re} série) qui ont déposé leurs titres en vue du remboursement au 8 décembre 1925 recevront, soit un nouveau titre du même type amortissable dans les conditions prévues à l'article précédent, soit un titre de même valeur nominale qui sera accepté pour cette valeur, augmentée d'une majoration, dont le taux et les modalités seront fixés

1. Chambre des députés, 2^e séance du 26 juin 1925.

2. Projet de loi n° 2047, Chambre, 6 novembre 1925.

3. Discours de M. Joseph Caillaux à Aubigné, le 15 novembre 1925.

par décret, en paiement des impôts à percevoir au titre de l'exercice 1926 au profit de l'Etat, à l'exception de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre et des impôts et taxes directs prévus par voie de rôle au profit des départements et des communes au titre du même exercice »

Cette disposition a été vivement critiquée dans le pays; elle portait une atteinte grave au crédit de l'Etat et elle était susceptible de causer une véritable panique parmi les détenteurs de bons de la Défense Nationale qui pouvaient à leur tour être menacés par une consolidation obligatoire.

L'émotion provoquée s'est traduite par une baisse très rapide des bons du Trésor à la bourse de Paris; les cours suivants ont été cotés dès qu'ont été connues les décisions de la Commission des Finances et l'adhésion du Gouvernement.

Bons du Trésor 6 % février 1923.

16 novembre 1925	.....	Fr. 406
17 — —	.....	400
18 — —	.....	380
19 — —	.....	365
20 — —	.....	350
21 — —	.....	393
23 — —	.....	425
24 — —	.....	438
25 — —	.....	416

L'opinion s'étant ressaisie et sans doute aussi la spéculation entrant de nouveau en jeu les cours ont rebondi dès le 21 novembre alors que la Chambre n'a été appelée à se prononcer que le lendemain non pas même sur l'article 6 mais sur l'article 5 qui organisait, sur une période de 25 ans, un aménagement des valeurs à court terme du Trésor et du Crédit National. La Chambre des Députés ayant repoussé cette disposition par 278 contre 275 voix, la question de la consolidation de la dette à court terme ne s'est plus posée devant le Parlement.

DEUXIÈME PARTIE

AOUT 1926 A MARS 1930

La situation financière en juillet 1926

« L'inertie, le laisser faire et les hésitations, l'incertitude des doctrines, le désordre des discussions, une politique financière imprécise », tel est le raccourci tracé par M. Joseph Caillaux de la politique pratiquée depuis de trop long mois¹.

Les résultats : augmentation des avances de la Banque de France, difficultés de la Trésorerie, hausse des changes et, comme conséquence de l'instabilité monétaire, déséquilibre du budget s'enregistrent aux baromètres que constituent les cours des fonds d'Etat, les indices du coût de la vie, la cote des changes; les tableaux ci-dessous permettent de les saisir sur le vif.

Ces chiffres disent éloquemment la situation des rentiers en général, des créanciers de l'Etat en particulier dont le capital nominal était réduit de 55 % en francs-papier et dont le revenu réel, eu égard au coût de la vie, tendait de plus en plus vers zéro.

Au cours de 1925, ainsi que nous l'avons vu dans la première partie de cet exposé, la situation des finances publiques avait été mise en péril par les remboursements de la dette à court terme et de la dette flottante. En 1926, c'est le problème monétaire qui nous a fait courir des dangers encore plus redoutables.

Cependant, au cours du premier semestre, des mesures,

1. Extrait du discours de M. Joseph Caillaux, Ministre des Finances, Chambre des députés, 2^e séance du 6 juillet 1926.

<i>Cours moyens mensuels de la livre sterling à Paris</i>			<i>Indices des prix de gros¹</i>		<i>Indices des de détail²</i>	
	1925	1926	1925	1926	1925	1926
Janvier	88,64	128,79	525	647	408	480
Février	82,42	132,40	526	649	410	495
Mars.....	92,22	135,81	524	645	415	47
Avril	92,40	143,68	523	664	409	503
Mai.....	94,04	155,06	531	762	418	522
Juin	101,98	165,92	554	754	422	544
Juillet	103,52		563	854	421	574
Août	103,57		569		423	
Septembre.....	102,85		567		431	
Octobre	109,20		584		433	
Novembre	122,65		618		444	
Décembre	129,64		646		463	

COURS DES RENTES SUR L'ETAT.

	3 %	5 % 1915- 1916	4 % 1918	4 % 1925 à gar. de change	5 % 1920 Amort.	6 % 1920
25 avril 1924	54,10	71	58,25		85,30	86
7 août 1925	47,70	57,90	47,10		71,25	65,90
11 décembre 1925..	46,50	51,50	41,45		63,10	58,20
15 mars 1926.....	48,90	57,40	46,10	91	65	64,90
21 mai 1926.....	47,50	53,90	44,70	93,75	70,75	65,50
21 juillet 1926	46	46	41	98,05	59	52

1. Indice général de la statistique de la France : 46 articles.

2. *Ibid.*, 13 articles.

avaient été prises en vue de redresser la situation; avant même la promulgation de la loi de finances de l'exercice le Parlement avait voté, toujours sous la pression des événements la loi du 4 avril 1926¹ portant création de nouvelles ressources fiscales. Mais ni cet effort d'équilibre budgétaire, ni l'institution d'une caisse d'amortissement, n'avaient apporté aucune amélioration dans la situation et peu à peu le franc était précipité dans une chute verticale.

La hausse des changes et celle des prix qui en était la conséquence désarticulaient le budget et remettaient en cause son équilibre péniblement rétabli. Solidement retranchés derrière leurs doctrines les partis se refusaient à toute concession.

Devant l'impuissance des Gouvernements à grouper une majorité sur un texte de redressement financier un comité d'experts² était nommé par décret du 31 mai 1926 (*J.O.* du 1^{er} juin) en vue d'étudier les mesures propres à réaliser l'assainissement de nos finances.

On attendait beaucoup des travaux de ces techniciens et lorsqu'ils déposèrent leur rapport « tel qu'on pouvait l'attendre des hommes éclairés qui l'ont signé³ il fut approuvé par la presse à peu près unanime. Dans le discours qu'il prononçait à la Chambre des députés, le 6 juillet 1926, M. Joseph Caillaux, Ministre des Finances, donnait son adhésion au « programme moyen ainsi établi qui nous assure contre une catastrophe, qui entraîne le moins de complications et de difficultés » mais en faisant néanmoins des réserves « sur la masse d'impôts dont le plan prévoit l'application immédiate ».

Ce plan comportait le vote de ressources fiscales en vue d'assurer l'équilibre du budget, de mesures de Trésorerie, l'appel à des crédits extérieurs pour la stabilisation de la monnaie et enfin la ratification des accords sur les dettes interalliées. Les signataires de ce programme l'avaient

1. *J. O.*, du 5 avril 1926.

2. Le Comité était composé de MM. Sergent, Duchemin, Fougère, Jèze, Lewandowski, Masson, Moreau, Oudot, de Peyerimhoff, Philippe, Picard, Rist et Joseph Simon.

3. M. Germain Martin, *Le Crédit et la Banque*, cours de doctorat, 1926-1927.

présenté comme un bloc qui ne pouvait être dissocié sans danger.

Il rencontra une vive opposition au sein du Parlement; elle se manifesta à la Chambre des Députés à l'occasion des interpellations sur la politique du Gouvernement qui avait fait sien, à quelques réserves près, le plan des experts.

Il fut vivement critiqué par les orateurs des diverses fractions de l'Assemblée et M. Léon Blum, sous les applaudissements unanimes prononçait un réquisitoire des plus violents contre ce projet qui n'arrêtait pas l'inflation, ne préparait pas une stabilisation sûre et surtout préconisait la ratification immédiate des accords sur les dettes interalliées, à laquelle semblait subordonné l'octroi des crédits extérieurs.

Bien que le Ministre des Finances, à la séance du 8 juillet ait déclaré qu'il n'entendait pas « créer une relation entre les ouvertures de crédit et le règlement des dettes » que devenait alors l'unité du plan — le siège des députés était fait et malgré la gravité de la situation et la hausse vertigineuse des devises, aucun projet ne fut adopté. Le Gouvernement de M. Briand était en effet renversé le 17 juillet à l'occasion du vote sur le passage à la discussion des articles du projet de loi instituant des mesures destinées à assurer le redressement financier et la stabilisation de la monnaie.

Le 19 juillet le Ministère Herriot était constitué et le 21 juillet il se présentait devant les Chambres.

Malgré la modération d'un programme ayant pour objet le redressement de la situation financière, en collaboration confiante avec les capitalistes, une campagne très violente était déchaînée contre ce nouveau ministère qui, battu en brèche dans le pays et durement attaqué au Parlement, était renversé le jour même.

On a parlé avec abondance et à la légère parfois du « mur d'argent » mais il semble bien que la spéculation ait joué un grand rôle dans ces journées de juillet 1926. Sans parler des bons de la Défense Nationale dont dans la deuxième quinzaine de juillet les remboursements dépassaient les souscriptions de 1.500 millions, c'est sur le marché des

changes qu'une grande pression était exercée et le 21 juillet la livre sterling était cotée 245 francs à Paris.

Par ailleurs, la situation de la Trésorerie était désespérée; le 24 juillet la marge des avances de la Banque de France était réduite à un million¹; pour se procurer des disponibilités, l'Etat devait voter une loi en vue de céder à l'Institut d'émission, au prix de 25 fr. l'unité, le reliquat — 30.840.836 dollars — de l'emprunt Morgan².

C'est dans ces circonstances tragiques que M. Raymond Poincaré formait un nouveau ministère.

Nous sortirions du cadre que nous nous sommes tracé si nous examinions intégralement l'œuvre réalisée et si nous nous attachions à découvrir, soit les liens de parenté, soit les divergences qui existent entre le plan des experts, le plan Poincaré et le plan Caillaux³; nous indiquerons simplement d'un mot les étapes réalisées :

La trésorerie est d'abord dégagée

- | | |
|--|--------------|
| 1° par la réalisation de la cession du | |
| fonds Morgan | 771 millions |
| 2° par le paiement anticipé d'impôts à | |
| la demande du Gouvernement — du 24 | |
| au 31 juillet | 465 — |
| 3° par un emprunt auprès des banques | |
| d'environ | 1.000 — |

L'échéance de fin juillet étant ainsi assurée le gouvernement déposait sur le bureau de la Chambre un projet de loi portant ouverture de crédits supplémentaires au titre du budget général de l'exercice 1926 et création de nouvelles ressources fiscales pour la couverture de ces dépenses et la dotation d'une Caisse d'amortissement⁴.

Ce projet devenu la loi du 3 août 1926⁵ faisait une large

1. Avances légales : 38.500 millions; avances réelles : 38.499 millions.

2. Convention du 24 juillet 1926, *J. O.*, 8 août.

3. Sur ce sujet, voir : M. François Pietri, *La Querelle du Franc* (ouvr. déjà cité), p. 155. M. Mendes-France, *L'œuvre financière de M. Poincaré*, librairie générale du Droit et de Jurisprudence, Paris, 1928; M. Pierre Frayssinet, *La Politique monétaire de la France, 1924-1928*, Sirey, Paris, 1928; M. Germain Martin, *Une année de politique financière*, Guillemot et de Lamothe, Paris, 1927.

4. Projet de loi n° 3241, Chambre des députés, 27 juillet 1926.

5. *J. O.*, 4 août.

part au facteur psychologique : un programme d'économies, la plupart insignifiantes au regard du chiffre du budget, la répudiation de toute politique d'inflation, enfin la création d'une Caisse d'Amortissement, en la forme constitutionnelle avaient pour unique objet de frapper les esprits, de les rassurer.

Il s'inspirait de trois préoccupations ; le parachèvement de l'équilibre budgétaire, l'amortissement de la dette publique et plus particulièrement de la dette flottante, enfin l'arrêt de la fuite des capitaux et le rapatriement de ceux qui avaient été placés à l'étranger. Il a été l'assise de ce qu'on a appelé l'expérience Poincaré avec son triple objet poursuivi parallèlement, conjointement par trois institutions :

Le Parlement et le Ministre des Finances ont assuré l'équilibre budgétaire — tous les budgets ont accusé des excédents — et l'aménagement de la dette à court terme et à échéance massive.

La Caisse autonome, dont les attributions primitives, nous le verrons plus loin, ont été élargies, a procédé à l'aménagement et l'amortissement des bons de la Défense Nationale.

Enfin la Banque de France a pris le contrôle du marché des changes et a assuré la stabilité de fait, prélude de la stabilisation légale.

Ce plan de redressement, dont on avait prédit l'échec, a été réalisé régulièrement, par paliers et on peut l'affirmer avec un plein succès. La fiscalité qu'il comportait devait, paraît-il, créer des difficultés inextricables à la production française ; or notre activité économique n'en a pas été ralentie et le chômage est très réduit en France.

Quant à la monnaie, malgré une augmentation de la circulation des billets qui pourrait devenir inquiétante, elle est solidement gagée et certainement parmi les plus stables. Son abondance, jointe aux faibles taux de capitalisation des fonds publics a provoqué une baisse du loyer de l'argent favorable à l'activité générale.

Notons enfin que l'Etat est libéré de l'emprise que pouvaient avoir sur lui les puissances financières.

Nous allons examiner successivement :

- 1^o la question monétaire,
- 2^o la consolidation de la dette à court terme,
- 3^o l'œuvre de la Caisse d'amortissement.

Il est bien difficile d'en faire une analyse séparée tellement le lien est étroit entre le problème monétaire, le problème de la Trésorerie et celui de l'aménagement de la dette à échéance massive et de la dette flottante.

En réalité l'œuvre accomplie est une, nous tenons à le préciser dès maintenant, car le plan adopté laisserait entendre que l'action a été menée en ordre dispersé.

1. Le problème monétaire¹

L'état de guerre et la nécessité de défendre le franc avaient provoqué toute une législation d'exception.

C'est d'abord la loi du 5 août 1914 instituant le cours forcé et comme corollaire, tardif sans doute, la loi du 12 février 1916 interdisant l'achat à prime des monnaies nationales.

C'est ensuite la loi du 3 avril 1918 portant interdiction de l'exportation des capitaux sauf autorisation du Ministre des Finances. C'est enfin une loi du 22 mars 1924 contraignant les exportateurs à rapatrier le prix des marchandises exportées à moins de justification de emploi à l'étranger en achats de matières premières ou d'objets fabriqués, destinés à être importés dans les six mois.

On s'est rapidement rendu compte de l'inanité de cette réglementation, malgré les sanctions sévères qu'elle édictait, et à une heure où la fuite devant le franc se précipitait le gouvernement s'est préoccupé de faire rentrer les capitaux évadés; à cet effet une loi du 13 juillet 1925 a prévu des mesures d'amnistie en faveur des personnes

1. Nous nous sommes inspirés des articles de M. Frédéric Jenny dans le *Temps économique* et de deux ouvrages déjà cités : 1^o *L'œuvre financière du gouvernement de M. Poincaré*, de M. Pierre Méndes-France ; 2^o *Lapolitique monétaire de la France*, de M. Pierre Frayssinet.

ayant violé la loi du 3 avril 1918, mais en leur faisant l'obligation de transformer en francs les devises rapatriées.

Peu de temps après, un arrêté interministériel ayant pour objet de régler les conditions d'application de l'article 72 de la loi du 22 mars 1924 aggravait la situation des importateurs en les obligeant à transformer les devises en francs, dans les trois mois de leur rapatriement. C'était pour eux une gêne considérable et voici comment, d'après M. Germain Martin¹, ont été tournées ces prescriptions.

Certaines entreprises ont créé des filiales à l'étranger ou se sont mises en rapports avec des correspondants auxquels elles pouvaient faire confiance. Il s'est organisé ainsi un système de vente qui a permis à l'industriel français de céder ses produits à sa filiale ou à son correspondant, sur la base du coût de revient. Les bénéfices réels étaient encaissés à l'étranger et pouvaient y rester sans aucune violation de la loi.

Aussi cet arrêté n'a eu aucune action sur la tenue du franc, pas plus d'ailleurs que la loi d'avril 1918. L'exportation des capitaux n'a pas cessé et le déséquilibre du budget et de la Trésorerie, les événements politiques aidant, en ont précipité la chute, dont les étapes ont été esquissées dans la première partie de cet exposé.

Nous avons dit combien la situation était grave dans les derniers jours de juillet 1926. Pour y remédier les experts dans leur rapport déposé quelques semaines avant, avaient préconisé entre autres mesures le recours à des crédits extérieurs en vue de la stabilisation du franc. Mais l'opération, si elle était techniquement réalisable, rencontrait une vive opposition politique, car elle supposait une ratification sinon préalable, du moins concomitante de nos dettes envers l'Angleterre et les Etats-Unis d'Amérique.

Ces crédits étaient-ils nécessaires ? Non, à notre avis, et nous le démontrerons plus loin en examinant les résultats obtenus. Voici d'ailleurs deux opinions, dont une particulièrement qualifiée, exprimées à l'étranger sur cette question brûlante.

1. *Crédit, Banques et opérations de Banques, Cours, 1926-1927.*

C'est d'abord un journaliste qui dans un article de la *Germania* du 18 juillet 1926 estime que « la France est encore en état de stabiliser sa monnaie par ses propres moyens et sans une intervention étrangère, à la condition de trouver un homme assez énergique pour briser l'opposition de ce Parlement qui n'est pas capable d'agir et reste cependant jaloux de ses droits ».

C'est ensuite et surtout cette déclaration¹ du Directeur de la Federal Reserv Bank pressenti par le Gouverneur de la Banque de France en vue de l'ouverture de crédits : « Pourquoi ne vous adressez-vous pas à la seule personne qui possède plus de devises que toutes les Banques réunies ? Pourquoi ne vous adressez vous pas à celui qui possède plus de 400 millions de livres, qui a plus de 10 milliards de francs-or à l'étranger ? Pourquoi ne vous adressez-vous pas au Français ? »

Le chiffre était exagéré peut-être. Mais le Président du Conseil n'ignorait pas non plus que des Français détenaient des quantités considérables de devises. Et si, comme l'a mis en relief M. Pierre Frayssinet, il a fait aux mobiles psychologiques une large place dans son plan de redressement monétaire et financier, il a tablé en toute certitude sur le rapatriement d'une grande partie de ces capitaux.

C'est dans ces conditions que, s'écartant délibérément sur ce point du plan des experts, il faisait voter la loi du 7 août 1926 (*J. O.* 8 août) dont ci-dessous le texte :

« *Art. 1.* — La loi du 12 février 1916 interdisant l'achat à prime des monnaies nationales ne s'applique pas à la Banque de France.

« *Art. 2.* — La Banque de France est autorisée à procéder à des achats d'or, d'argent et de devises sur le marché.

« *Art. 3.* — Les billets émis par la Banque de France pour un montant correspondant aux monnaies, à l'or et aux devises achetées ne sont pas comptés dans le contingent d'émission fixé par la loi du 4 décembre 1925, modifiée par la loi du 22 juillet 1926.

1. Déclaration citée à la Tribune de la Chambre des députés.

« Ils devront être retirés de la circulation dans le cas d'aliénation des monnaies ou des devises étrangères précédemment acquises.

« *Art. 4.* — Le Ministre des Finances est autorisé pendant un délai de cinq mois à partir de la promulgation de la présente loi, à passer avec le Gouverneur de la Banque de France, toutes conventions permettant à cet établissement de préparer, par le redressement du franc, la stabilisation de la monnaie.

« Aucune des conventions à passer entre l'Etat et la Banque ne pourra avoir pour effet d'élever, soit la limite d'émission de la Banque, soit le total des avances à l'Etat au-dessus des chiffres fixés par les lois antérieures. »

(En application de l'article 4 une convention secrète était conclue le 16 septembre entre le Ministre des Finances et la Banque de France.)

Les articles 1 et 2 donnaient à la Banque de France les moyens de fortifier son encaisse en achetant à prime, outre les devises, les monnaies d'or drainées jusque-là par des intermédiaires.

On a émis sur ce texte, notamment sur les achats d'or deux critiques, l'une d'ordre technique, l'autre d'ordre moral.

Voici ce qu'écrivait le *Journal des Finances* cité par M. Mendès-France : « Les porteurs d'or verseront aussi à la Banque des espèces qui, thésaurisées jusque-là, ne pesaient pas plus sur les échanges que les réserves métalliques qu'elles viennent grossir; mais il recevront en contrepartie et sensiblement au cours du change des billets qui, eux, entreront dans la circulation et constitueront une véritable inflation; inflation d'autant plus dangereuse que conformément à la loi, les nouveaux billets ne seront pas comptés dans la circulation. »

Les événements n'ont pas justifié cette crainte tout simplement parce que les billets remis contre de l'or ont été thésaurisés comme l'était auparavant le métal jaune.

La Banque de France a procédé à des achats dès la fin de septembre conformément aux dispositions de la loi du 7 août; or, le poste ouvert à cet effet dans son bilan

est passé de 6.769.000 fr. au 30 septembre 1926 à 2.261 millions le 15 septembre 1927 sans qu'il y ait eu une augmentation corrélative de la circulation des billets (53.891 millions contre 55.994); encore faut-il ajouter à cet or quelque 20 milliards de devises achetées !

L'autre critique vise la prime immorale accordée à ceux qui, se dérochant au devoir patriotique, avaient conservé leur or pendant la guerre. Sans doute vues sous cet angle elle méritait l'attention mais elle n'a pas tardé à se doubler d'une revendication de la part de certains porteurs de certificats de versements d'or.

Que faut-il en penser ? Juridiquement il n'était pas possible de faire droit à cette requête, l'opération ayant eu lieu sous le régime du cours forcé édicté par la loi.

On peut d'ailleurs objecter, en se plaçant sur le terrain économique, que les billets délivrés en échange de l'or pendant la guerre ont permis aux porteurs de payer soit des services soit des biens de consommation à des taux voisins des prix or; s'ils ont fait l'objet de placements, ils ont procuré des revenus et couru les chances de plus-values.

D'après M. Pierre Frayssinet, une autorisation législative ne semblait pas nécessaire pour l'achat des devises, mais la Banque de France y tenait pour la question de l'émission des billets qui a été tranchée d'ailleurs, selon son désir, par l'article 3.

En ce qui concerne les conventions visées par l'article 4, M. Poincaré a précisé au Sénat que leur seul objet serait de régler les détails d'application et de prendre en parfait accord avec la Banque de France, toutes les dispositions utiles, d'abord pour le redressement ensuite pour la stabilisation de la monnaie, l'esprit de la loi devant être strictement respecté.

Quant aux risques de l'opération ils étaient pour le Trésor. M. Poincaré l'a déclaré à la Commission des Finances de la Chambre et il l'a précisé, en ces termes, en réponse à une question du rapporteur de la Commission du Sénat.

« Les achats de devises ne seront opérés par la Banque de France que lorsqu'une première approximation aura pu être déterminée du cours possible de stabilisation. »

Il semble inutile de souligner l'importance de cette déclaration dont on pouvait déduire le taux de stabilisation le jour où l'Institut d'émission prendrait en mains le marché des changes.

De fait, c'est le Trésor qui dès la promulgation de la loi a assuré la contre-partie des devises offertes sur le marché.

A partir du 22 décembre ce rôle a été assumé par la Banque de France. Le montant de ses opérations est venu s'incorporer au poste « divers » de l'actif du bilan dont les variations indiquent approximativement la valeur des devises achetées; ce poste accuse pendant l'année 1927 et le premier semestre 1928 une augmentation de 27 milliards environ auxquels il faut ajouter 3 milliards d'or, soit au total 30 milliards¹; pendant la même période la circulation fiduciaire ne s'est accrue que de six milliards.

Comment ce résultat a-t-il été obtenu ? nous allons essayer de le montrer en étudiant les étapes de la hausse du franc, les ressources ayant servi à l'achat des devises, enfin les circuits suivis par les francs émis en échange des devises.

Avant d'entreprendre cet examen il nous semble utile de préciser le rôle qu'a pu jouer la spéculation dans le redressement du franc.

A notre avis il a été exagéré et ce qui le prouve bien c'est que, malgré l'achat de 30 milliards¹ d'or et de devises, la circulation fiduciaire n'a augmenté que de 10 %. Ce fait semble montrer qu'il s'agissait de capitaux appartenant en majorité à des Français et de capitaux, non pas de consommation mais d'épargne.

Al'appui de cette affirmation il y a la déclaration, déjà citée, du Directeur de la Federal Reserv Bank et il y a aussi les statistiques du commerce extérieur.

Depuis 1924, la balance commerciale accuse, en poids, une diminution des importations et une augmentation des exportations et un solde favorable, en valeurs, de 1.540 millions en 1924, 1.659 millions en 1925. Grâce aux exportations invisibles la balance des comptes était donc largement bénéficiaire. Or, c'est pendant cette période que le franc a glissé lentement sur la pente fatale; c'est donc que

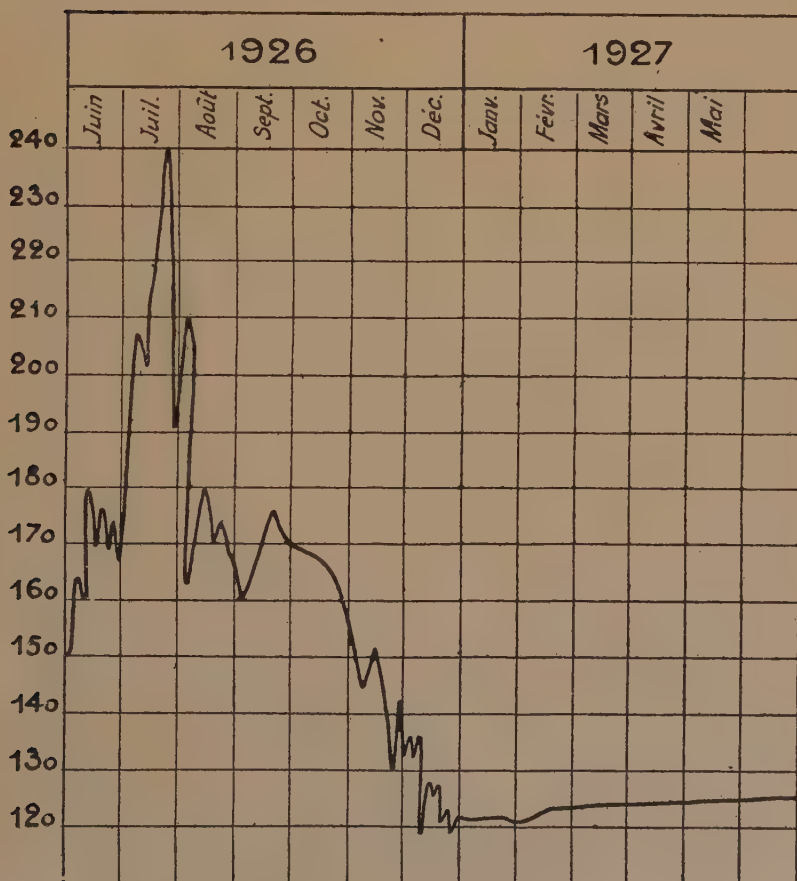
1. Nous verrons plus loin que le chiffre réel est bien plus élevé.

ce solde créditeur est allé grossir à l'étranger l'épargne française qui s'y était accumulée lentement du jour où notre devise a perdu de sa stabilité, c'est-à-dire au lendemain de la guerre.

Il importe de noter également que l'achat des devises s'est traduit non pas par des émissions de billets mais par des ouvertures de crédits; nous verrons ultérieurement comment ces crédits se sont investis en placements à termes plus ou moins longs et comment, tantôt la Caisse autonome, tantôt le Trésor ou les emprunts ont offert des débouchés à ces capitaux.

La Hausse du Franc

(Cours des changes sur Londres)



Le graphique ci-dessus permet de mesurer la violence et la rapidité des fluctuations des changes pendant le mois de juillet 1926; la livre portée à 240 le 20 retombait brutalement à 208 trois jours après, dès la constitution du Ministère d'Union Nationale.

Avant de retracer les étapes de la revalorisation du franc, il est nécessaire pour la justifier, et dans son principe et dans son taux, de rappeler les cours moyens de la livre et les indices des prix dans la période précédente:

1^o Cours moyen de la livre

a) Pendant l'année 1925	100 fr.
b) Pendant les 6 premiers mois de 1926...	143 fr.
c) Pendant ces dix-huit mois.	116 fr.

2^o Indices pondérés des prix de la Société d'Etudes et d'Informations financières, indice général, 40 articles :

a) Pendant l'année 1925	267
b) Pendant les 6 premiers mois de 1926	550
c) Pendant ces dix-huit mois	500
d) Pendant ces dix-huit mois (indices-or) ¹	108

Ce dernier indice se fixait aux environs de 160 en Angleterre et aux Etats-Unis d'Amérique.

Il est donc logique de déduire de ces divers chiffres:

1^o Que la livre pouvait être amenée à 125 sans créer à l'industrie les difficultés qu'on a grossies démesurément;

2^o Que les prix intérieurs étaient inférieurs aux prix mondiaux et qu'en raison de l'interdépendance des diverses unités économiques, ils tendraient à s'en rapprocher par le jeu des vases communicants, si on peut ainsi s'exprimer, et aussi sous l'influence des causes psychologiques.

On s'est trop complu d'ailleurs, pour des fins diverses, à considérer le cours de 240 atteint par la livre le 20 juillet 1926; or on pourrait dire de ce cours qu'il a été fictif

1. Cet indice est obtenu en divisant l'indice 500 par 4,60 obtenu lui-même en divisant le cours moyen de la livre — 116 — par la parité d'avant-guerre, 25 fr. 22.

car certainement très peu d'opérations ont été conclues à ce taux. On n'a pas oublié, d'autre part, les récriminations du commerce et de l'industrie aux heures de la revalorisation du franc. Ces récriminations n'étaient certes pas justifiées et nous allons le démontrer par un raisonnement à priori, en serrant ici de plus près les divers indices et uniquement ceux de la période la plus trouble, les six premiers mois de 1926.

La livre qui cotait en moyenne 112 pendant le dernier semestre de 1925 passe à 129 en janvier 1926, 135 en mars et 165 en juin. La baisse enregistrée par le franc était-elle imputable à un ralentissement de l'activité et des échanges. Pas le moins du monde ainsi qu'on va le constater.

L'indice de la production industrielle atteint 130 en juillet 1926 contre 117 fin décembre 1925;

La moyenne mensuelle des wagons chargés varie de 61.958 en 1925 à 64.772, 1^o trimestre 1926; les recettes des chemins de fer sont en augmentation de 12%;

La moyenne mensuelle des faillites dans le département de la Seine tombe de 127 en 1925 à 117 pendant le premier semestre de 1926; quant au nombre de chômeurs secourus il diminue de 35%.

Du côté budgétaire, c'est une augmentation croissante des recettes et notamment de la taxe sur le chiffre d'affaires qui, si elle traduit les variations du coût de la vie, traduit également l'activité économique.

Une légère ombre dans le tableau, l'augmentation de la circulation fiduciaire et des avances de la Banque de France entre fin décembre 1925 et fin juin 1926, 3 milliards pour la première, 1500 millions pour les avances. Il n'en reste pas moins que la situation économique était bonne.

Quelles pouvaient être alors les causes de la baisse progressive du franc? Elles étaient d'abord d'ordre politique. Dans l'espace de quelques mois, de novembre 1925 à juillet 1926, plusieurs ministères ont été renversés, aucun Ministre des Finances n'ayant pu faire adopter par le Parlement un projet de redressement financier, ce qui faisait écrire au journaliste allemand cité plus haut: La France peut établir sa monnaie... « à la condition de trouver un

homme énergique pour briser l'opposition de ce Parlement qui n'est pas capable d'agir et reste cependant jaloux de ses droits ».

Voilà un premier motif, il y en a un autre d'ordre psychologique, c'est le manque de confiance qui peu à peu a gagné la masse et a précipité ceux-ci vers l'achat de monnaies ou de valeurs appréciées, ceux-là aux caisses publiques pour obtenir le remboursement des bons de la Défense Nationale et des dépôts des Caisses d'épargne.

Il a suffi de l'arrivée au pouvoir d'un homme « énergique » pour renverser la situation. Il a obtenu ce résultat, grâce à son prestige mais aussi grâce aux 11 milliards d'impôts supplémentaires demandés au pays.

En résumé, si on scrute les causes politiques et économiques, même pendant le premier semestre 1926 la valeur intrinsèque du franc était sous-estimée sur le marché des changes et, par conséquent, il pouvait être ramené à la parité de 125 pour une livre sans causer de perturbations économiques.

Nous avons laissé la livre à 208 frs le 23 juillet. A la suite d'une série de fluctuations, une baisse du franc ayant été enrayée le 31 juillet par la hausse du taux de l'escompte porté de 6 à 7,50 % et celui des avances sur titres porté de 8 à 9 %, la livre tombe verticalement à 160 dans la première semaine d'août, remonte à 180, est ramenée à 160 au début de septembre pour venir se fixer aux environs de 170 à la fin du mois; la première semaine d'octobre est marquée par une certaine stabilité mais à partir du 18 octobre la livre descend progressivement de 5 points, atteint le cours de 157 le 21, celui de 150 le 3 novembre de 143 le 4. Après une légère reprise, la livre par une série de mouvements violents revient à 130 le 29 novembre, à 121,40 le 4 décembre pour se stabiliser ensuite jusqu'au 19 entre 120 et 125.

Voilà le premier stade de la hausse du franc dirigée ou plutôt subie par le Trésor chargé de faire la contre-partie des devises.

Il est bien difficile pour cette période d'apprécier le rôle joué respectivement par la spéculation et les mobiles psychologiques; il est cependant curieux de constater que la

courbe représentant les variations de la livre du 23 juillet au 8 août est absolument symétrique de celle qui, en juillet, enregistrait la baisse du franc. Il est peut-être osé d'attribuer aux mêmes éléments ces variations inverses mais il semble bien que ceux qui avaient couru après la livre en hausse aient précipité sa baisse dès que les tendances ont été renversées.

Le Trésor a d'ailleurs été servi par ce mouvement pour la reconstitution du fonds Morgan et de ses encaisses à l'étranger. Le 24 juillet celles-ci se chiffraient seulement à 1.130.000 livres et 3.457.000 dollars alors qu'en août et septembre nous devions faire face à des échéances¹ dont le montant, capital et intérêts, s'élevait à :

7.200.000 livres
13.500.000 dollars
1.500.000 pesos or.

Grâce à l'apport des devises ces échéances étaient assurées en quelques semaines; le 18 octobre on annonçait même que le fonds Morgan — 89 millions de dollars — était reconstitué, les 930 millions empruntés aux banques fin juillet ayant en outre été remboursés.

Les devises ainsi achetées se chiffrent à 150 millions de dollars environ et des inquiétudes ont été exprimées sur les retours offensifs dont le franc pouvait être victime. Pour de nombreux auteurs en effet il s'était formé un circuit décrit ci-dessous qui permettait au Trésor d'acheter deux ou trois fois plus de devises qu'il n'avait de francs.

Les francs remis contre devises étaient déposés dans les banques qui les plaçaient soit en bons de la Défense Nationale soit en compte courant au Trésor; celui-ci voyait ainsi revenir ses francs et il pouvait acheter de nouvelles devises.

Il est bien évident que ce procédé était dangereux, car le Trésor pouvait être appelé à rembourser soit des francs soit des devises, dont une partie avait été appliquée au service de la dette extérieure. Mais le Trésor était paré car il avait assuré la consolidation des devises jusqu'à concur-

1. Les 18 et 25 août, 3.500.000 livres devaient être versées à la Banque d'Angleterre.

rence de 40 millions de dollars, au moyen d'emprunts contractés en Hollande et en Suisse par les chemins de Fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine.

En ce qui concerne les francs vendus le danger était-il bien grand ? A notre avis il a été exagéré et, sauf pendant les six premières semaines, le circuit décrit ci-dessus n'a sans doute pas joué autant qu'on a semblé l'admettre. En tout cas, le Trésor a eu des ressources assez abondantes pour procéder à l'achat des devises, tout au moins de celles dont le montant est connu et qui représentent 5.500 millions de francs en prenant pour base le cours du dollar en août, septembre et octobre.

Il y a d'abord les impôts dont voici le rendement en millions de francs : 3.126 en août, 3.036 en septembre, 5.016 en octobre, 4.177 en novembre, 3.860 en décembre et pour ces cinq mois un excédent de 6.350 millions sur la période correspondante de 1925. Les dépenses ont bien augmenté parallèlement mais comme la liquidation se fait avec un certain décalage, surtout pour les dépenses relatives aux marchés, le Trésor a pu disposer temporairement sur les recettes ci-dessus d'une fraction que nous fixerons entre 8 et 10 %, soit 1.500 millions.

Il a en outre reçu des ressources sur le plan Dawes dont le reliquat disponible s'élevait pour les cinq derniers mois à 830 millions ; l'émission des bons décennaux 7 % 1926 lui a procuré 788 millions d'argent frais.

Il a enfin bénéficié des excédents d'émission des bons de la Défense Nationale sur les remboursements pendant les mois d'août et de septembre, 1.153 millions.

Au 1^{er} octobre, cette source a été tarie puisque la Caisse autonome a pris la gestion des bons mais non sans laisser au Trésor une provision de 1.200 fr., ce qui porte à près de 4.700 millions le montant de ses disponibilités. D'ailleurs, nous ne sommes pas éloignés de penser que le Trésor a pu utiliser une partie des fonds, dont ci-dessous le détail, encaissés pour le compte de la caisse autonome :

1° excédent de souscriptions des bons	5.267 millions
2° taxe exceptionnelle à la première muta- tion	203 millions
Soit au total	5.470 —

Sur cette somme il a fait virer seulement 2.700 millions au compte courant de la caisse¹ à la Banque de France et encore le premier versement, 350 millions, n'a été opéré que le 10 novembre. Il reste que jusqu'à cette date le Trésor a pu utiliser des sommes importantes et, au cours des trois mois, un milliard environ s'ajoutant à la provision de 1.200 millions.

Or, il a procédé à l'achat de 150 millions de dollars dont 40 millions ont été consolidés; il restait donc, comme flottant, 110 millions de dollars représentant 4 milliards de francs; le Trésor ayant disposé de ressources que nous avons évaluées à près de 6.500 millions, il ne pouvait guère être mis en désarroi si une partie des francs vendus lui avaient été réclamés. Il est bien évident que le circuit dont nous avons parlé a fonctionné pendant le mois d'août marqué par une demande importante de francs et à un moment où le Trésor n'avait que des disponibilités restreintes, mais il a été ensuite utilisé au ralenti — le fonds Morgan était reconstitué seulement le 18 octobre — et dans l'ensemble l'opération s'est dénouée sans un découvert du Trésor en francs.

Ceci nous amène à dire quelques mots du rôle joué par la spéculation et du préjudice éprouvé par le portefeuille français.

Que la hausse du franc ait été étayée par la spéculation professionnelle, il n'y a aucun doute à cet égard; il suffit de se reporter à la courbe dessinée par les changes entre le 21 juillet et le 7 août. Il s'y est ajouté l'action des capitalistes, clients des marchés monétaire et financier, qui, en vertu d'un principe d'ordre psychologique souvent vérifié,

1. Du 1^{er} octobre au 23 décembre, le poste du bilan de la Banque de France « Dépôts de fonds à Paris » qui reçoit les fonds de la Caisse Autonome n'a grossi que de 2.450 millions.

achètent un titre en hausse et vendent en période de baisse.

Quelle a été la part de la spéculation proprement dite et notamment de la spéculation étrangère ? Il est bien délicat de la déterminer mais nous estimons qu'elle a joué, à partir de septembre tout du moins, un rôle secondaire.

En effet, pendant cette période, en dehors des achats pour les besoins du commerce et de l'industrie c'est le Trésor qui a assuré la contre-partie des devises. Même avec le jeu du circuit quel barrage pouvait-il dresser devant le flot des devises susceptibles d'être offertes sur le marché ? 6 milliards 1/2 de francs, mettons 12 avec le jeu du circuit, l'équivalent de 75 millions de livres, au cours moyen de 160 fr., de 100 millions de livres au cours moyen de 120 fr. N'aperçoit-on pas combien ce chiffre de 75 ou de 100 millions de livres est loin de représenter la puissance spéculative des places étrangères réunies ? Et alors si cette spéculation avait donné à fond est-il exagéré d'affirmer que la livre serait descendue non pas à 120 fr. mais au-dessous de 100 fr. On ne s'expliquerait pas d'ailleurs la stabilité relative des changes entre le 4 et le 19 décembre.

Sur cette question nous nous écartons donc délibérément des opinions qui ont été émises par divers auteurs.

Il faut bien reconnaître que les spéculateurs étrangers pouvaient courir de gros risques. D'une part ils connaissaient la volonté et la compétence du Ministre des Finances et d'autre part ils savaient qu'en cas de hausse exagérée du franc la Banque de France pouvait entrer en action avec la faculté, conférée par la loi, d'émettre des billets pour acheter des devises. Aussi dès que le franc a été ramené à la valeur intrinsèque que lui assignaient divers indices économiques ou budgétaires les spéculateurs étrangers ont dénoué leurs opérations ainsi que l'a expliqué M. Frédéric Jenny¹ « non pas sur le marché des changes, mais sur le marché des valeurs mobilières ».

« A mesure, écrit-il, que notre monnaie s'améliorait, les épargnants français ont, en effet, revendu les titres étrangers qu'ils avaient précédemment achetés pour se garan-

1. *Temps économique*, 5 décembre 1926.

tir contre l'avalissement du franc. Leurs ventes ont fini par prendre une telle ampleur que, dans bien des cas, les prix de ces valeurs sont tombés au-dessous de la parité des cours pratiqués sur les marchés internationaux. La spéculation étrangère a profité de cette baisse. En rachetant les titres offerts à Paris et en les revendant à Londres, à Amsterdam ou ailleurs, elle a dénoué très simplement et de façon fort avantageuse, ses opérations sur le franc.

Maintenant, qu'est-il résulté de cela ? Le Trésor a pu conserver, nous l'avons dit, les devises que les étrangers lui avaient fournies. Les francs avec lesquels ils avaient été payés lui ont bien été retirés par les spéculateurs, qui les ont utilisés pour l'achat de valeurs internationales, mais leurs disponibilités en monnaie nationale se sont vues transférées purement et simplement aux Français qui leur ont vendu ces valeurs. Ceux-ci, à leur tour, ont laissé ces francs dans les Banques ou les ont employés en bons à court terme, se substituant ainsi immédiatement, vis-à-vis du Trésor, à la spéculation internationale. »

Quelle en a été la conséquence pour le portefeuille français ? On a exagéré la perte ainsi subie parce que trop d'auteurs ont gardé les yeux fixés sur la courbe des changes de juillet 1926. Sans doute des devises et des valeurs étrangères ont été achetées pendant ces trois semaines, mais les opérations de cet ordre se poursuivaient depuis plusieurs années et, nous le concédons bien volontiers, à un rythme un peu plus accéléré pendant les cinq premiers mois de 1926, c'est-à-dire au plus haut à un cours moyen de 150 fr. pour une livre.

Il n'est pas inutile de souligner ces faits dont on peut conclure que la perte a été chiffrée à tort à des centaines de millions.

S'il n'est pas possible de l'évaluer, il n'en est pas de même pour la perte sévère que la baisse des devises a infligée au Trésor et qu'on peut fixer aux environs de 1.400 millions¹.

La période que nous venons d'examiner est caractérisée par l'incertitude sur le montant des devises acquisés.

1. Environ 30 millions de livres sur la base d'un prix d'achat moyen de 170 francs.

Le rapport de M. Charles Dumont sur le budget général de l'exercice 1930 (n° 110 Sénat 13 mars 1930) le chiffre à 6.236 millions.

Il n'en sera plus de même à partir du jour où la Banque de France prendra le contrôle du marché des changes fin décembre. L'Institut d'émission procédait, depuis le 27 septembre, à l'achat à prime des monnaies d'or et d'argent, en application de la loi du 7 août, d'après les cours de ces matières sur le marché international.

Voici à ce sujet un extrait du rapport présenté le 27 janvier 1927 à l'Assemblée Générale des actionnaires.

« Ces opérations, engagées dans un intérêt public, et qui ne doivent être, pour la Banque, la source d'aucun bénéfice, offrent l'avantage de restituer à la circulation sous la forme de billets de banque gagés par des éléments d'actif liquides et immédiatement réalisables, des espèces précédemment immobilisées par une thésaurisation improductive, de prévenir, en leur enlevant toute raison d'être, l'exportation et le trafic illicites des monnaies nationales; enfin, et surtout, de concentrer entre nos mains, sans avoir à les demander au march. des devises ni à les emprunter à l'étranger, des moyens de change importants qui, tout en améliorant le gage de la circulation fiduciaire, sont susceptibles d'être utilisés, le moment venu, pour l'œuvre de redressement monétaire poursuivie par les Pouvoirs Publics. »

Les achats ont été effectués à un rythme accéléré pendant les premiers mois. Le poste correspondant du bilan est passé de 170 millions le 7 octobre 1926 à 1920 millions le 28 avril 1927 mais ce rythme s'est ensuite ralenti: le bilan accusait 2.370 millions le 21 juin 1928. Ces achats, nous le signalons plus haut, n'ont eu aucune répercussion sur la circulation fiduciaire.

Malgré tout l'intérêt de ces opérations destinées à renforcer l'encaisse métallique, c'est l'action de la Banque de France sur le marché des changes qui présente un caractère primordial.

La livre avait bénéficié d'une certaine stabilité du 4 au 19 décembre, mais le 20 elle cotait 119.50. Les dirigeants

de la Banque de France ont-ils été impressionnés par cette chute, comme le raconte M. Chaminade¹ et, faisant écho aux plaintes des commerçants et des industriels, ont-ils exercé une pression sur le Gouvernement pour obtenir le contrôle du marché, c'est fort possible.

On prêtait, en effet, à M. Poincaré le dessein de revaloriser davantage le franc et cette revalorisation effrayait le monde des affaires. Cependant le Ministre des Finances était trop averti des répercussions tant sur la production que sur le budget et la Trésorerie d'une hausse du franc pour qu'on puisse admettre cette hypothèse. Toutefois, il est troublant qu'il ait pris le 22 décembre seulement la décision de confier le sort du franc à la Banque de France estimant, dit M. Frayssinet « que le cours de la livre répondait à l'approximation du taux probable de stabilisation ». Ce cours de 122 fr. avait, en effet, été touché le 6 décembre et pendant les séances de la Bourse du 11 au 16.

Il serait vain d'ailleurs d'épiloguer longuement sur ce sujet et nous allons voir maintenant dans quelles conditions a été constituée la masse de manœuvre nécessaire à la stabilisation du franc.

Le 22 décembre la Banque de France se portait acquéreur et vendeur de la livre à 122,25. A la différence du Trésor elle disposait d'une arme redoutable pour faire échec, si c'était nécessaire, à tout mouvement spéculatif. L'article 3 de la loi du 7 août lui avait donné la faculté de ne pas compter dans le contingent d'émission fixé par les lois des 4 décembre 1925 et 22 juillet 1926, les billets émis en contrepartie des devises et de l'or achetés.

Elle a gardé la maîtrise du marché, sans user de cette arme, et après avoir provoqué fin janvier 1927 une légère baisse du franc elle l'amenait à la parité de 124.03 pour une livre où il était stabilisé en fait à partir du 2 mars. La circulation fiduciaire ne s'est pas accrue (51 milliards le 24 février 1927 contre 52 milliards le 23 décembre 1926), et cependant, la Banque de France a dû procéder à des achats

1. *L'expérience financière de M. Poincaré.*

considérables de devises, 6 milliards environ entre ces deux dates.

On en suit approximativement le rythme, à la lecture du poste « actif divers » du bilan. De décembre 1926 à fin avril 1927 ce poste grossit de 1800 millions en moyenne tous les mois, sauf en janvier, 2.500 millions; puis dans le seul mois de mai c'est un accroissement de 6.500 millions, en juin de 3.200 millions, en juillet de 2 milliards; à partir du mois d'août il y a un ralentissement très sensible et le poste n'augmente *apparemment* que de 1.600 millions entre le 21 juillet et le 22 décembre.

Faut-il attribuer ce ralentissement aux achats de changes par les commerçants et les industriels et à la passivité de la spéculation ?

C'est vraisemblable, bien qu'à notre avis les mouvements du premier semestre aient été provoqués par les rapatriements des capitaux français.

Nous avons dit et raisonné notre opinion sur cette dernière question; nous n'y reviendrons pas sinon pour citer un extrait d'une circulaire qui la corrobore.

« Il n'y a pas de doute que, durant les derniers mois, un montant appréciable de capitaux français se trouvant à l'étranger aient été transférés aux autorités françaises contre des francs et les réserves de devises ainsi acquises constituent un appui important vers la stabilisation de la devise¹. »

Il est bien évident que la stabilité du franc assurée en fait depuis le 2 mars a incité les Français détenteurs de devises à les rapatrier; c'est pourquoi des quantités considérables ont été offertes sur le marché².

Il est possible aussi que l'emprunt en rentes 4 % 1927 — le décret fixant ses modalités est du 2 avril — ait provoqué la rentrée de capitaux désireux de s'investir en un placement à long terme d'un rendement très intéressant.

En avril et mai 1927, disions-nous, les offres de devises

1. Extrait de la circulaire de janvier 1927 de la Barclays Bank.

2. Il faut remarquer également qu'en mai et juin, il y a tous les ans, des demandes abondantes de francs de la part des touristes étrangers.

étaient considérables. La Banque de France ne pouvait pas rester inactive devant cet afflux, dont les chiffres ci-dessous du bilan, permettent de mesurer l'ampleur.

28 avril 1927	12.526 millions
5 mai —	14.300 —
12 —	16.179 —
19 —	18.073 —

Chaque semaine depuis le 28 avril, connaissait une augmentation de 1 800 millions; aussi pour remédier à cette situation et freiner la spéculation dans la mesure où le mouvement dessiné était spéculatif, l'Institut d'émission prenait diverses mesures.

A partir du 16 mai son représentant à la Bourse fixe seulement son prix d'achat des devises; cette nouvelle tactique dérouta le spéculateur puisqu'il ignore à quel taux il rachètera les devises vendues à découvert. La moyenne des achats tombe aussitôt de 1.800 millions à 750 millions par semaine.

Dates	Actif divers
19 mai 1927	18.073 millions
26 mai 1927	19 017 —
2 juin 1927	19.703 —
9 — —	20.483 —
16 — —	21.299 —
23 — —	22.014 —

Cette mesure se complétait par des achats d'or faits par la Banque de France. Cet établissement était entré en pourparlers, dès le mois de février, avec la Banque d'Angleterre pour rentrer en possession du reliquat du dépôt d'or, 33 millions de livres, laissé en garantie d'une dette du Trésor français; c'était chose faite le 22 avril.

Mais ce retrait ne pouvait pas avoir grande influence sur la spéculation. Celle-ci trouvait un aliment dans les crédits consentis par les banques étrangères sur les devises laissées en dépôt par la Banque de France. En vue d'opérer une déflation de crédit et d'enlever des armes à la spéculation notre Institut d'émission a décidé de procéder

à des achats d'or sur le marché anglais dès la fin du mois de mai.

Grâce à cette double tactique et aussi à l'autorisation accordée à la Banque de France, par circulaire du 23 juillet d'intervenir sur le marché à terme des changes¹ la stabilité du franc n'a pas été atteinte et le volume des devises offertes sur le marché a diminué considérablement ainsi qu'on peut s'en rendre compte par la lecture du bilan actif « divers » :

23 décembre 1926	4.737 millions
11 août 1927	23.959 —
6 octobre 1927	24.757 —
22 décembre 1927	25.793 —
26 avril 1928	28.151 —
21 juin 1928	31.305 —

Mais ces derniers chiffres ne représentent pas le montant exact des devises détenues par la Banque de France; il faut, en effet, y ajouter 15 milliards environ, donnés en report.

Ainsi du 22 décembre 1926 au 21 juin 1928 la Banque de France a acquis environ 42 milliards de devises à la cadence mensuelle de 2.600 millions pendant le 1^{er} semestre 1927, de 600 millions pendant le 2^e semestre et de 920 millions pendant le 1^{er} semestre 1928; il s'agit du rapatriement de capitaux français dont l'exportation avait contribué à l'avalissement du franc dans une mesure plus large que la spéculation.

Pendant la même période la circulation fiduciaire s'est accrue de 6 milliards, si on la compare aux chiffres du bilan du 23 décembre 1926, elle est restée stable si on considère ceux du début d'octobre 1926; le tableau ci-dessous en retrace quelques variations :

6 août 1926	57.258 millions
7 octobre 1926	59.994 —
23 décembre 1926	52.233 —
26 mai 1927	51.800 —

1. La Banque de France pouvait vendre des devises au comptant, aux établissements de crédit mais à la condition de les racheter aussitôt à terme; elle n'en perdait donc pas le contrôle et des capitaux étaient ainsi retirés de la circulation.

11 août 1927	53.281	—
6 octobre 1927	55.887	—
22 décembre 1927	55.806	—
21 juin 1928	58.881	—

Il nous reste à voir comment se sont fixés ces trente-sept milliards qui ont commandé une certaine politique d'emprunt et de Trésorerie.

C'était une tâche difficile que de les incorporer dans l'économie générale; les entreprises commerciales et industrielles étaient largement pourvues puisque les Sociétés par action n'ont absorbé en 1927 que 1.549 millions, au titre des augmentations de capital. Les bénéfices plus ou moins réels de la période d'inflation ont, il est vrai, suscité l'éclosion de nouvelles Sociétés et, de ce fait, des émissions importantes ont eu lieu en 1927, 5.251 millions.

Pour l'Etat, la politique d'emprunts à long terme était virtuellement close, en l'absence de confiance, depuis 1924 et et elle ne se posait plus, car les réparations des régions envahies étaient à peu près terminées et l'équilibre budgétaire largement assuré.

Il ne restait donc que des placements à court terme et, parmi les plus intéressants, les bons de la Défense Nationale, mais ce débouché devait se fermer assez rapidement.

Cependant divers emprunts lancés, soit par la Caisse autonome, soit par l'Etat, ont permis de consolider d'octobre 1926 à juin 1928, 17 milliards de bons de la Défense Nationale; l'élasticité d'émission de ces titres s'en est trouvée accrue d'autant au cours de ces exercices. Ce procédé très ingénieux a permis à la Caisse de cristalliser de l'épargne, tout en respectant les prescriptions de la loi relatives à la gestion de la dette flottante.

Toutefois la nécessité impérieuse d'aménager cette dette lui a fait une obligation de supprimer progressivement les bons à très court terme dont les banques étaient la meilleure clientèle. Le Trésor s'est alors substitué à elles en émettant des bons du Trésor et en encourageant l'ouverture des comptes de dépôts à ses guichets.

Avant d'étudier les circuits empruntés par les crédits ouverts par l'Institut d'émission en contre-partie des

devises il nous a paru intéressant d'indiquer le montant des placements à long terme opérés au moyen des bons de la Défense Nationale et d'argent frais, entre octobre 1926 et juin 1928.

Obligations caisse autonome (oct. 1926)	3.000 millions	
Bons décennaux (décembre 1926)	900	—
Obligations à 15 ans (février 1927).....	2.500	—
Rentes 6 % 1927	7.500	—
Obligations 6 % 1927	4.650	—
Rentes 5 % 1928	16.000	—
Emissions de valeurs mobilières ¹	13.500	—
	48.050	—
Diminution de la circulation des bons de la Défense Nationale	6.000	—
	42.050	—

Si on ajoute les excédents des dépôts des Caisses d'épargne et une partie des billets émis c'est au total un passif, Etat et Sociétés anonymes, de près de 45 milliards contre un actif de 45 milliards en devises et or acquis par la Banque de France.

Ces chiffres permettent de mesurer approximativement le montant des évasions de capitaux après la guerre et donnent une idée de la thésaurisation; si l'application des lois fiscales d'août 1926 n'en avait fait la preuve ils démontreraient combien a été ignorée la faculté contributive du pays aux heures où on n'a pas eu l'énergie d'y faire appel.

Description des circuits

Pendant la période où l'Etat a procédé seul à l'achat des devises il a bénéficié de diverses ressources, notamment des excédents d'émission des bons de la Défense Nationale. Mais ce mode de placement, très utilisé par les banques, dépositaires de la majorité des crédits ouverts par la Ban-

1. Emissions de 1927 : 7 milliards; émissions de 1928 (1^{er} semestre) : 6 milliards et demi, non compris les augmentations de capital.

que de France en échange des devises s'est fermé progressivement. En effet les bons à très court terme, un mois et trois mois, ont été supprimés les premiers le 16 décembre, les seconds le 13 janvier 1927.

Un débouché nouveau a été créé par un arrêté pris par le Ministre des Finances le 30 décembre 1926 en vue de l'émission de 5 milliards de bons du Trésor à échéance de un mois à un an. Il s'est formé de ce fait un des circuits décrits par M. Palmade¹ et M. Pierre Frayssinet², qui, par des voies utilisées alternativement, ramenaient à la Banque, sous forme de remboursement de ses avances à l'Etat et des dépôts de la Caisse autonome, les crédits ouverts aux vendeurs de devises.

Ces bons étaient souscrits en très peu de temps, 3.967 millions le 1^{er} février, 4.977 millions le 15 février. La plupart étaient d'ailleurs à très court terme : au 1^{er} juin il en restait 990 millions seulement en circulation.

Les achats de la Banque de France en janvier et février — 4.340 millions — et les disponibilités rendues libres par la Caisse autonome — 2.800 millions — ont été largement absorbés par les émissions des bons du Trésor — 5 milliards — et des bons 7 % février 1927 — 2.500 millions d'argent frais; pendant la même période les avances de la Banque à l'Etat ont diminué de 7 milliards. La clôture d'émission des bons ordinaires du Trésor a marqué la fin de ce premier circuit qui a fonctionné dans toute sa pureté.

Il s'en est formé un autre qui a été alimenté, de mars à juillet, par les dépôts au Trésor et les souscriptions aux bons de la Défense Nationale.

Divers décrets dont celui du 6 mai 1926, le premier en date, avaient organisé les conditions d'ouverture de comptes courants au Trésor à vue et avec préavis. Ce poste d'abord peu volumineux, 2.190 millions le 3 janvier 1927³, chiffre sensiblement égal à celui d'août 1926 et des mois suivants, s'est gonflé progressivement. Du 1^{er} mars au

1. Rapport sur le budget du Ministère des Finances pour l'exercice 1928.

2. *Ouvrage déjà cité.*

3. Nous ne prenons que le montant des dépôts à la Caisse Centrale.

25 juin il est passé de 3.701 millions à 11.516 millions; cette augmentation de 8.500 millions n'est pas due entièrement à la création de nouveaux crédits et il faut en retrancher le montant du remboursement des bons ordinaires du Trésor — 3.600 millions — ce qui la ramène à 4.800 millions net.

Mais un autre placement à court terme a été offert aux détenteurs d'argent frais. Les bons de la Défense Nationale ont été admis à la souscription à l'emprunt en rentes 7 % (25 avril-25 mai) d'où élasticité plus grande d'émission de ces titres; leur circulation s'est accrue de 500 millions entre mars et juillet mais comme l'emprunt en a consolidé 7.500 millions c'est une augmentation réelle de 8 milliards; en ajoutant à ce chiffre celui de la dette à vue du Trésor on arrive à un total de 12.800 millions sensiblement égal à celui des devises achetées, 13.186 millions.

La majeure partie de ces crédits sont revenus à la Banque sous forme de dépôts et de remboursement des avances à l'Etat. Le poste du bilan « dépôts de fonds à Paris », qui recèle le compte de la Caisse Autonome a augmenté de 7.800 millions (24 février, 25 juin), corrélativement à l'émission des bons de la Défense Nationale; d'autre part, entre ces deux dates, l'Etat a remboursé trois milliards à l'Institut d'Emission en sorte que ce deuxième circuit a été à peu près parfaitement fermé.

Si on dresse le bilan de ces six mois on fait les constatations suivantes :

18 milliards de crédits ont été créés sans augmentation aucune de la circulation fiduciaire; 7 milliards ont été consolidés par des emprunts à long terme et 7.500 millions environ sont venus s'inscrire au passif de la Banque de France pour le compte de la Caisse Autonome; l'Institut d'émission a en outre retrouvé le contrôle de 10 milliards, correspondant au remboursement de ses avances à l'Etat.

Il restait donc des liquidités abondantes sur le marché et si le compte créditeur de la Caisse Autonome ne devait pas subir de grandes variations il n'en était pas de même de celui du Trésor qui pouvait être appelé à rembourser tout ou partie de ses déposants.

C'est tant pour fixer ces liquidités et consolider les remboursements de l'Etat, que pour arrêter l'afflux des devises qu'une série de mesures ont été prises marquant l'ouverture d'une troisième période.

La circulation des bons de la Défense Nationale dont le plafond légal était fixé à 46.000 millions depuis le 1^{er} janvier, 48.760 millions avec la marge de 6 %, avait atteint 53.580 millions le 30 mai; cet excédent n'était qu'apparent puisqu'un chiffre important de bons — chiffre suivi au jour le jour pendant les opérations de l'emprunt — était consolidé en rentes 7 % et dès le 31 mai, le montant de la circulation se trouvait ramené à 46.126. La Caisse autonome recouvrait donc une marge d'émission de 2.500 millions, marge suffisante car en général le troisième trimestre est marqué par un ralentissement des souscriptions. Cependant l'abondance des disponibilités pouvait « crever » de nouveau le plafond et elle devait le défendre d'autant plus que la loi lui faisait une obligation de l'abaisser en fin d'exercice du montant des titres amortis; cette opération qui pouvait nécessiter des escomptes importants de bons était sans doute compatible avec son crédit, mais elle pouvait jeter le trouble dans un marché déjà encombré de ressources excessives. Aussi pour parer à cette situation, l'émission et le renouvellement des bons à un an étaient suspendus à partir du 2 juin et l'intérêt des bons à deux ans ramené à 4,50 % le 22 juin. Cette tactique fut couronnée de succès et la circulation des bons est tombée progressivement de 46.128 millions le 31 mai à 43.400 millions le 22 décembre¹.

De son côté le Trésor n'est pas resté inactif; l'intérêt des comptes courants a été diminué par paliers successifs. Mesure insuffisante d'ailleurs puisque cette dette à vue n'a cessé de grossir; aussi pour dégonfler ce poste un emprunt a été émis entre le 27 juin et le 23 juillet; il n'a pas donné tous les résultats escomptés, 4642 millions seulement; ils ne sont pas toutefois négligeables car, un nouvel abaissement de l'intérêt des dépôts aidant, la dette à vue du Tré-

1. Une nouvelle consolidation, 1.393 millions, avait été opérée par l'emprunt en obligations 7 % 1927.

sor a diminué de 6600 millions entre le 23 juin et le 10 novembre.

Restait l'afflux des devises et l'abondance des disponibilités. Nous avons déjà parlé de la tactique de l'Institut d'émission en ce qui concerne le secret gardé sur le prix de vente des devises et les achats d'or opérés à Londres et New-York. Une circulaire du 23 juillet déjà citée a élargi les moyens d'action de la Banque de France en lui permettant d'intervenir sur le marché à terme des changes; elle a également adouci les rigueurs de la loi de 1918 en tolérant l'exportation de petites quantités d'argent liquide.

En outre, par dérogation à la loi du 31 mars 1922, certains professionnels des opérations d'arbitrage ont été autorisés¹ à rapatrier le montant de la vente à l'étranger de titres exportés et à réexporter cette contre-valeur pour l'achat à l'étranger d'autres titres destinés à être importés.

Enfin par une décision du 3 août de la Chambre Syndicale des agents de change les rentes 3 % et 5 % 1920 ont été admises au marché à terme.

Il est bien difficile, à la lecture du bilan, de mesurer l'effet de ces mesures en ce qui concerne les achats de devises. Le rythme s'est ralenti, 3500 millions pour les six derniers mois de 1928, mais ce n'est là qu'une apparence car les devises données en report ne figurent pas à l'actif « divers » du bilan. En réalité ces achats se sont élevés à 14 milliards : le bilan au 25 juin 1928 révèle en effet que l'Institut d'émission détenait à cette date 36305 millions de devises se répartissant ainsi :

Disponibilités à vue à l'étranger	.....	15.984 millions
Effets négociables à l'étranger	.....	10.544 »
Devises en report	.....	9.777 »

D'après le rapport présenté le 31 janvier 1929 aux actionnaires de la Banque de France sur les opérations de l'année 1928, le portefeuille des devises s'est accru — en y comprenant les devises prêtées en report — d'une valeur en francs de plus de 2 milliards en janvier 1928, de près de 2 milliards 1/2 en avril, 5 milliards en mai.

1. Arrêté du 19 août.

Pour refouler des disponibilités vers l'étranger et arrêter cet afflux le Gouvernement a suspendu par décret du 10 janvier 1928 l'application des lois interdisant l'exportation des capitaux. De son côté la Banque de France a procédé à des achats d'or plus importants; mais, ainsi que le note le compte rendu présenté aux actionnaires, ces achats ne pouvaient être opérés sans ménagements car ils étaient susceptibles de jeter le trouble sur les marchés étrangers et d'autre part l'Institut d'émission n'était pas en mesure de répondre aux demandes d'or contre francs qui pouvaient lui être adressées. Malgré leur ampleur, 168 millions de dollars — 4.200 millions de francs — acquis sur le marché américain du 24 décembre 1927 au 25 juin 1928, les offres de devises se sont peu ralenties.

Le jeu du taux de l'escompte ramené le 19 janvier 1928 de 4 à 3 1/2 % — ne semble pas avoir donné non plus de résultats.

L'inefficacité de ces diverses mesures se doublait de la suppression des débouchés des placements à court terme. Les dépôts au Trésor étaient tombés à 4 milliards en décembre 1927; la réduction à 1 % de l'intérêt n'offrait plus un attrait suffisant pour les capitaux.

En outre la Caisse Autonome devait garder la plus grande prudence dans ses émissions de bons de la Défense Nationale pour les raisons déjà exposées.

Il ne restait donc comme ressource que les émissions de billets de banque; effectivement la circulation fiduciaire a augmenté progressivement passant de 52 milliards le 23 juin 1927 à 56 milliards fin décembre, 59 milliards le 21 juin 1928, soit un accroissement moyen de 500 millions par mois. S'il n'a pas été proportionnel à l'achat des devises — 1.200 millions — c'est que les opérations de report ont immobilisé des capitaux; le montant des devises prêtées au marché contre versement immédiat de francs s'est élevé de 2.500 millions à la fin de 1927 à 15 milliards au début de juin 1928.

La Banque de France a d'ailleurs procédé dès le lendemain de la stabilisation à la liquidation de ces opérations et ce poste a disparu de son bilan au début de 1929.

Il en est résulté un accroissement des billets, au fur et à mesure qu'étaient dénouées les opérations de report, et ce mouvement a été accentué par le jeu des dispositions de la loi monétaire.

Celle-ci imposait à la Banque de France l'obligation d'échanger contre des francs, l'or qui lui était offert; de ce fait l'encaisse métallique a grossi de 13 milliards 1/2 de juin 1928 à avril 1930 et la circulation des billets de 12 milliards¹; si l'augmentation n'est pas corrélative, on en trouverait l'explication dans les variations des dépôts en banque et dans l'augmentation, entre les deux dates, de 2.500 millions des comptes créditeurs bloqués de la Caisse autonome et du Trésor.

En dehors de la question monétaire, des faits d'ordre économique ont-ils provoqué cette inflation gagée et y a-t-il eu une réaction des prix ? Nullement; malgré cette inflation, les prix-or ont eu une tendance marquée vers la baisse. Mais alors la théorie quantitative est mise une fois encore en échec; on ne saurait l'affirmer absolument et voici pourquoi. D'abord, nous nous excusons de le répéter, les devises et l'or achetés par la Banque de France étaient la propriété de Français dont ni le capital, ni le revenu n'ont subi aucune modification. Quant au volume de la circulation s'il n'a exercé aucune influence sur les prix c'est d'abord parce que ceux-ci sont soumis aux variations mondiales et ensuite que la somme des pouvoirs d'achats nouveaux jetés sur le marché par la Banque de France était équilibrée par la diminution du loyer de l'argent et des revenus.

Et alors nous inclinerions à croire, sans approfondir la question, que la circulation des billets est plus ou moins commandée par la somme des charges fiscales supportées par le pays. Nous ne voulons pas tirer argument du tableau ci-dessous, mais il nous paraît assez suggestif.

1. Pendant la même période, l'encaisse devises a diminué de 10.500 millions.

<i>Recettes budgétaires</i>	1927	1928	1929
Etat	44.129	47.300	53.000
Caisse Autonome	5.497	6.000	7.400
Départements et communes	6.131	6.500 ¹	6.500 ¹
Total	55.750	59.800	66.900
Billets en circulation	55.900	59.000	65.000

Voici, en résumé, comment a fonctionné le circuit dans cette troisième période qui a été marquée par une série de mesures destinées à rendre une certaine liberté aux capitaux et à faciliter leur placement.

De juillet 1927 à juin 1928, la Banque de France a acheté 13 milliards de devises et 700 millions d'or. D'une date à l'autre la circulation fiduciaire a augmenté de 5.500 millions tandis que le poste des avances à l'Etat diminuait de huit milliards.

Nous verrons plus loin que cette diminution a été consolidée, à la veille de la stabilisation, avec le produit des souscriptions en argent frais aux rentes 5 % 1928. Nous pouvons noter dès maintenant que cet emprunt a été d'une grande utilité pour le marché. Les disponibilités qu'il a absorbées ont opéré une sorte de déflation et ont permis à la Banque de France de dénouer ses opérations de reports sur devises sans augmentation sensible de la circulation fiduciaire; celle-ci était seulement de 61.400 millions le 16 novembre 1928 contre 58.900 millions le 21 juin tandis que le poste « devise en report » diminuait de 8.280 millions entre ces deux dates.

II. LA CONSOLIDATION DE LA DETTE À COURT TERME.

Avant d'entreprendre cet exposé, il nous a paru intéressant de fixer dans des tableaux, d'une part l'échéancier des années 1927, 1928 et 1929, d'autre part les variations de la dette à terme moyen et à court terme entre juillet 1926 et juillet 1929..

1. Chiffres très approximatifs.

ECHEANCIER

En millions de francs.

	1927	1928	1929
Bons du Trésor 1922 à 3, 5 ans	4.322 (25 sept.)		
Bons du Trésor 1923 à 3-6-10 ans		6.653 (8 déc.)	
1 ^{re} série			
2 ^e série			3.029 (20 mai)
<i>Obligations :</i>			
Décennales 1919-1929			7.207 (16 mai)
<i>Crédit National :</i>			
Bons 6 % février 1922	3.019 (1 ^{er} févr.)		
— juillet 1922		1.561 (1 ^{er} juil.)	
TOTAL	7.341	8.214	10.236

Il semble inutile, après cette lecture, de souligner les difficultés que pouvait rencontrer la Trésorerie du fait des échéances massives — 7431 millions en 1927, 8.214 millions en 1928, 10.236 millions en 1929 ; si la situation n'était pas comparable à celle de 1925 elle n'en était pas moins inquiétante.

Aussi, dès que le marché financier a retrouvé son équilibre, M. Poincaré, Ministre des Finances, s'est-il préoccupé d'assurer, selon les prescriptions de l'article 13 de la loi du 7 août 1926¹, les échéances incombant à l'exercice 1927.

Une émission de bons du Trésor à 7 %, en décembre 1926, a permis de faire face aux demandes de remboursement des bons du Crédit National 6 % 1922.

En février 1927, le Ministre des Finances procède à une nouvelle émission de bons à 7 % en vue de rembourser les

1. Voici le texte de cet article : « Le Ministre des Finances est autorisé à procéder à des opérations, facultatives pour les porteurs, de conversion de la dette intérieure du Trésor et du Crédit National ».

SITUATION DE LA DETTE A MOYEN ET COURT TERME :

<i>Désignation</i>	<i>Au 31 juil. 1926</i>	<i>Au 30 Sep. 1927</i>	<i>Au 30 juin 1928</i>	<i>Au 30 juin 1929</i>
Dette à moyen et court terme à échéance massives				
<i>Emissions du Crédit Nation. :</i>				
Fons 1921 de 10 à 15 ans ..	2.983	2.978	2.976	2.972
Bons février 1922 à 2, 5 et 10 ans	3.019	1.644	1.644	1.641
Bons juillet 1922 à 3, 6, 12 et 18 ans	1.561	939	951	920
Bons janvier 1923 à 25 ans ..	2.988	2.984	2.981	2.978
Bons juin 1923 à 25 ans	1.993	1.990	1.995	1.986
<i>Obligations de la Déf. Nat. :</i>				
Sexennales type 1919	300	150	2	»
Décennales 1922-1932	254	254	254	253
Sexennales type 1925	3.004	3.240	3.407	3.540
Décennales 1919-1929	7.207	2.181	»	»
<i>Bons du Trésor à court terme :</i>				
A 3 et 5 ans 1922	4.322	450	10	2
A 3; 6 et 10 ans, 1 ^{re} série 1923	6.653	2.700	»	»
A 3, 6 et 10 ans, 2 ^e série 1923	3.029	1.810	»	»
A 10 ans 1924	4.749	4.633	4.633	4.633
Avances permanentes de la Banque de France	200	200	3.200	3.200
Totaux	42.262	26.153	22.053	22.125

porteurs de bons du Trésor 6 % 1922, à échéance du 25 septembre 1927.

Les échéances de 1928 — 1561 millions de bons du Crédit National le 1^{er} juillet, 6613 millions de bons du Trésor le 8 décembre — ont été préparées par un grand emprunt de consolidation en rentes 6 % amortissables en 50 ans, émis en mai 1927; la consolidation a porté même sur les titres remboursables en 1929, obligations décennales 1919-1929 et bons du Trésor 1923 à trois, six et dix ans, première et deuxième série, dont une partie s'est trouvée ainsi consolidée; le reliquat a été transformé en rentes 5 % 1928 émises en avril-mai 1928.

Grâce à ces opérations, la dette à court terme qui s'éle-

vait le 31 juillet 1926 à 42 milliards, dont près de 26 milliards à échéance massive, a été ramenée à 19 milliards au 30 juin 1929.

A propos de ce dernier chiffre nous sommes bien obligés de constater l'insouciance des pouvoirs publics lorsque le danger n'est pas menaçant. Voici déjà écoulé le premier trimestre de 1930 et on ne se préoccupe pas des échéances de 1931-1932 qui s'élèvent à 8.200 millions dont 6.600 millions pour 1931¹. Quelque abondantes que soient actuellement les ressources de la Trésorerie, une consolidation ou un aménagement de cette dette s'impose à bref délai.

A la suite des conversions que nous avons décrites succinctement, le budget a été substitué à la Trésorerie pour assurer le remboursement d'une partie de la dette à court terme. On pourrait objecter que l'amortissement ainsi organisé s'étend sur une période trop longue — 75 ans — s'agissant de dettes dont les échéances s'échelonnaient sur trois exercices; cette objection ne résiste pas devant les chiffres de l'augmentation de la dette amortissable, passée de 43 milliards au 30 juillet 1926 à 100 milliards au 30 juin 1928; l'évolution en est tracée dans le tableau de la p. 198.

Pour réfuter l'objection, il importe aussi de mettre en regard du montant de cette dette la charge d'amortissement. Elle s'est élevée à 9.300 millions en 1928, au total 25.800 millions pour les exercices 1927 à 1929; si on en retranche les produits du plan Dawes, environ 10.500 millions, on constate que les contribuables français ont supporté une charge de 15 milliards soit 5 milliards en moyenne par an.

Aussi, afin de ne pas les écraser davantage et de ne pas compromettre l'équilibre du budget, il était logique de répartir l'amortissement sur des exercices plus nombreux.

Ce procédé était d'autant plus correct que la création de la Caisse d'Amortissement privait le budget de recettes importantes : produit de la vente des tabacs, produit des droits de succession et de la taxe exceptionnelle sur la pre-

I. Sexennales 1925-1931	3.600 millions
Bons du Crédit National 1921.....	2.972 —
	6.572 millions

mière mutation, ces deux dernières recettes étant évaluées à 2.500 millions environ.

Les opérations de consolidation ont donné des résultats intéressants que nous résumerons en deux mots : dégagement de la Trésorerie, développement de l'amortissement contractuel, diminution progressive de l'intérêt des emprunts d'Etat tombé de 7 % en décembre 1926 et février 1927 à 6 % en mai 1927, 5 % en mai 1928, 4,50 % en 1929.

Nous allons examiner maintenant, dans l'ordre chronologique, chacune de ces opérations, avec leurs caractéristiques propres. Bien que certains de ces emprunts, 6 % 1927 5 % 1928, aient contribué à la consolidation des bons de la Défense Nationale dont la gestion était confiée à la Caisse d'Amortissement, nous n'étudierons séparément que deux emprunts contractés par cette caisse (obligations de la Caisse Autonome 1^{re} et 2^e émission).

Tout les emprunts de conversion émis de 1926 à 1928 ont des traits communs :

1° Ils sont tous amortissables et pour chacun d'eux le service des intérêts et de l'amortissement est assuré au moyen d'une annuité budgétaire constante dont les avantages ne sont plus à souligner :

2° Les décrets qui en ont déterminé les modalités ont été pris en exécution de diverses dispositions législatives, notamment de l'article 13 de la loi du 7 août 1926 ;

3° Les titres émis bénéficient des privilèges et immunités fiscales attachés aux rentes sur l'Etat et de toute taxe spéciale frappant les valeurs mobilières..

Bons décennaux décembre 1926

Le 1^{er} février 1927, 3 milliards de bons du Crédit National 6 % 1922 pouvaient être présentés au remboursement, les titres devant être déposés trois mois avant, c'est-à-dire le 1^{er} novembre 1926.

Dès que le montant des remboursements demandés a été connu, le Ministre des Finances a pris un décret¹ en vue

1. Décret du 13 novembre 1926, *J. O.*, 14 novembre.

de l'émission de bons décennaux d'un nominal de 500 frs, productifs d'intérêts à 7 % payables le 1^{er} juin et le 1^{er} décembre :

Le montant de la souscription devait être arrêté au chiffre correspondant à la valeur des bons du Crédit National déposés aux fins de remboursement (article 3).

L'arrêté du 13 novembre 1926 qui a fixé le prix d'émission à 460 frs., a donné la faculté aux porteurs de récépissés de dépôt de bons du Crédit National à rembourser le 1^{er} février 1927, d'échanger leurs titres contre des bons décennaux.

L'amortissement a été organisé par l'article 4 ainsi conçu :

« Le service de l'intérêt et de l'amortissement sera effectué au moyen d'une annuité budgétaire constante, la totalité de l'annuité prévue au budget devant être obligatoirement utilisée chaque année. L'amortissement sera effectué soit par remboursement à 525 frs. à la suite de tirages au sort, soit par rachats en bourse.

Les tirages au sort devront porter au minimum : de la 4^e à la 6^e année sur 20 % des titres à amortir dans l'année, à partir de la 7^e année sur 50 % des titres à amortir dans l'année. »

Cet emprunt était très onéreux pour l'Etat puisque malgré le taux élevé de 7 % il comportait une prime d'émission de 40 frs et une prime de remboursement de 25 frs sur le pair. Il est vrai que la Caisse d'amortissement avait placé en octobre des obligations au taux réel de 8,11 % et que le loyer de l'argent à court terme se fixait aux environs de 6 % (les bons de la Défense Nationale produisaient un intérêt réel de 6 fr. 36).

En raison des avantages offerts aux souscripteurs, il fut clos très rapidement et arrêté au nominal de 1379 millions dont 908 fournis en argent frais et 471 en bons du Crédit National.

L'amortissement a été réparti sur une période de dix ans, ce qui était très logique pour les motifs déjà exposés.

Mais la méthode adoptée a été rapidement mise en déroute. Le Ministre des Finances avait escompté que la prime de remboursement ne s'incorporerait que progressivement à la valeur des titres, et jusqu'à la 7^e année, l'amortis-

sement avait été organisé jusqu'à concurrence de 80 % au maximum par rachats en bourse.

La confiance et l'abondance monétaire aidant, les cours cotés en bourse ont atteint très rapidement le prix du remboursement contractuel, soit 525 francs. Dès le mois de mai 1927, ce prix était dépassé : 526,50 le 13 mai, 547 le 19 novembre, 550 le 18 avril 1928, 565 le 13 juillet.

La cadence de l'amortissement s'en est trouvée ralentie au lieu d'être accélérée par le jeu de l'annuité constante; ainsi que le montre le tableau ci-dessous du montant des titres en circulation, elle est tombée de 114 millions pour le premier exercice à une moyenne de 86 millions pour les exercices suivants :

31 décembre 1926	1.379 millions
31 décembre 1927	1.265 —
31 décembre 1928	1.177 —
31 mars 1930	1.070 —

La valeur des titres en bourse se tenant aux environs de 555 francs (550 le 14 juin 1929, 565 le 29 avril 1930) l'amortissement ne peut plus se faire utilement que par tirages au sort. Aussi, pour en assurer la régularité, le gouvernement a-t-il dû demander, au titre de l'exercice 1930 un crédit supérieur de 8.971.465 francs à celui de l'exercice 1929¹; une augmentation du même ordre eût été nécessaire pour l'exercice 1929 et même 1928 en vue de l'amortissement sur la base du taux de remboursement contractuel, moins onéreux dès le second semestre 1927 que le rachat en bourse.

L'annuité budgétaire s'élève à 140 fr. 72216 par 1.000 francs de capital nominal, 193 millions en chiffres ronds.

Bons du trésor 7% 1927 à 15 ans.

Le second semestre de 1927 comportait une lourde échéance : 4.522 millions de bons du Trésor 1922 à 3 et 5 ans. Pour faire face à cette échéance une opération d'emprunt et de consolidation à la fois fut organisée par les décret et arrêté du 21 janvier 1927².

1. Crédit pour 1929 : 194.041.435 fr.; crédit pour 1930 : 203.012.900 fr.

2. J. O., 22 janvier 1927.

Comme le précédent, cet emprunt est très onéreux et on sent bien que les dirigeants sont encore hantés par les événements de 1926 dont ils veulent éviter le retour à tout prix.

Les bons de 500 francs à 15 ans, jouissance du 1^{er} février, productifs d'intérêts à 7 % comportaient une prime d'émission de 37.50 et une prime de remboursement de 50 francs sur le pair.

Les souscriptions, dont le montant maximum ne devait pas dépasser celui des titres à rembourser, pouvaient être libérées soit en bons du Trésor 1922, soit en espèces, mais seulement jusqu'à concurrence de deux milliards (articles 3 et 4 de l'arrêté).

Voici d'après l'article 4 du décret les modalités d'amortissement de cet emprunt :

Le service de l'intérêt et de l'amortissement des bons à quinze ans 1927 sera effectué au moyen d'une annuité budgétaire constante, la totalité de l'annuité prévue au budget devant être obligatoirement utilisée chaque année.

L'amortissement sera effectué soit par remboursement au prix de 550 francs à la suite de tirages au sort, soit par rachats en bourse.

Les tirages au sort devront porter au minimum pendant la deuxième période quinquennale sur 20 % des titres à amortir dans l'année et pendant la troisième période quinquennale sur 50 % des titres à amortir chaque année....

Nous disions plus haut, que cet emprunt était onéreux et peut-être avant de le lancer aurait-on pu attendre le développement des dispositions favorables du marché des capitaux; l'échéance à couvrir était d'ailleurs lointaine et on pouvait escompter une diminution du loyer de l'argent qui aurait procuré une économie appréciable puisqu'il s'agissait d'un emprunt de 4322 millions.

Aussi pour alléger le lourd tribut imposé au budget, l'article 4, paragraphe 4, a-t-il réservé au Trésor la faculté de rembourser par anticipation, à toute époque à partir du 1^{er} février 1932, les bons restant en circulation à un prix égal à leur valeur nominale majorée de la portion acquise de la prime de remboursement.

Mais, dira-t-on, pourquoi semblable disposition n'a-t-elle pas été prévue pour l'emprunt en bons décennaux de décembre 1926 ?

Elle s'imposait moins, d'abord en raison du montant plus faible du premier emprunt, 1.279 millions, et aussi de la durée de remboursement, 10 ans au lieu de 15 : le remboursement anticipé n'a pas lieu, en principe, pour des emprunts à court terme. Il y a une dernière considération; le montant de la prime de remboursement fixée seulement à 25 frs pour les bons décennaux. Le Trésor avait donc un intérêt moindre à se réserver la faculté de remboursement anticipé.

L'emprunt de février 1927 a connu un succès considérable. L'émission ouverte le 15 février a été close le même jour et de nombreuses souscriptions ont été refusées; d'ailleurs le Ministre des Finances a dû rapporter par un arrêté du 15 février les dispositions de celui du 21 janvier fixant à deux milliards le maximum des souscriptions en espèces.

Les bons du Trésor 1922 ont été consolidés jusqu'à concurrence de 1 209 millions; 2.500 millions d'argent frais ont servi au remboursement anticipé, entre le 15 mars et le 1^{er} mai, de 1.496 millions de bons du même type. Sur le reliquat de l'emprunt il restait à rembourser, à l'échéance du 25 septembre, 1 617 millions mais sur ce montant, 572 millions détenus par la Caisse des dépôts et consignations ont été consolidés à la suite d'une convention; leur amortissement est échelonné sur une période de 25 ans.

Le chiffre nominal de l'emprunt a été arrêté à 3.748 millions

L'amortissement dont les modalités s'inspiraient de celles de l'emprunt en bons décennaux a subi le même sort. La prime de remboursement s'est en effet incorporée très rapidement à la valeur des titres en bourse et depuis le deuxième semestre de 1928 cette valeur est même supérieure à celle des titres remboursables par tirage au sort.

Voici quelques cours des bons 7 % à 15 ans, à la bourse de Paris:

13 mai 1927.....	514 fr. 50
19 novembre 1927.....	540 fr. »
18 avril 1928.....	550 fr. »

13 juillet 1928.....	565 fr. »
14 juin 1929.....	575 fr. »
29 avril 1930.....	564 fr. »

Les rachats en bourse qui pouvaient jouer dans la proportion de 80 % de la 6^e à la 10^e année n'ont pas donné lieu à un amortissement avantageux, même au début de la première période quinquennale. Cet amortissement s'est élevé à 101 millions pour l'exercice 1928 contre 159 millions pour l'exercice 1927. Aussi pour le budget de 1930 le Gouvernement a-t-il demandé une augmentation de crédits de 26.952.000 francs.

L'annuité budgétaire est établie sur la base de 108 frs 74266 par 1000 frs de capital nominal; elle s'élève à 193 millions, 210 millions avec les annuités terminables versées à la Caisse des dépôts et consignations.

Il semble bien que la Trésorerie ne pourra être allégée du poids de cet emprunt que par le remboursement anticipé prévu au contrat, à partir de 1932.

L'amortissement opéré jusqu'ici ressort à 500 millions d'après la situation de cette fraction de la dette aux dates suivantes:

31 février 1927	3.748 millions
31 décembre 1927	3.589 —
31 décembre 1928	3.488 —
31 mars 1930	3.251 —

Rentes 6 % 1927.

Les deux emprunts précédents avaient pour unique objet de couvrir les échéances de la Trésorerie pendant l'année 1927; il n'en sera pas de même pour cet emprunt et ceux qui l'ont suivi.

Le chapitre consacré à la question monétaire a montré l'encombrement du marché des capitaux comme conséquence de l'achat des devises par la Banque de France.

L'inflation de la circulation, pour employer une expression sinon juste, du moins courante, ne s'était pas produite mais on était en présence d'une inflation de crédit.

Le plafond des bons de la Défense Nationale avait été fixé

à 46 milliards à partir du 1^{er} janvier 1927 ; bien que la Caisse Autonome ait escompté 2 milliards de bons en janvier et février afin de ramener la circulation au montant légal, celle-ci se fixait à 46 milliards le 24 mars et malgré les mesures prises — diminution de l'intérêt, suppression des bons à très court terme — elle augmentait de 3.800 millions en avril.

Dans la même période, la dette du Trésor — dette à vue et bons ordinaires du Trésor — enflait considérablement, passant de 3 milliards le 2 janvier à 8 milliards le 15 février, 10 milliards le 1^{er} avril.

Profitant de cette abondance monétaire qu'il s'est employé d'ailleurs à résorber, le Gouvernement s'est préoccupé d'assurer les échéances incombant à la Trésorerie en 1928 et 1929.

En 1928 : 8.214 millions ;

le 1^{er} juillet remboursement facultatif de 1561 millions de bons du Crédit National 6 % juillet 1922 ;

le 3 décembre remboursement facultatif de 6653 millions de bons du Trésor 1923 à 3,6 et 10 ans, 1^{re} série ;

En 1929 : 10236 millions ;

le 16 mai, remboursement obligatoire de 7207 millions d'obligations décennales 1919 ;

le 20 mai, remboursement facultatif de 3029 millions de bons du Trésor 1923, à 3,6 et 10 ans, 2^e série.

L'émission de rentes 6 % amortissables, que nous allons examiner n'a pas été seulement une opération de conversion, elle a été aussi une opération de consolidation de la dette flottante.

En effet, voici les termes de l'article 1^{er} d'une convention du 1^{er} avril 1927¹ entre le Président du Conseil, Ministre des Finances et la Caisse Autonome de gestion des bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la dette publique :

« Les bons de la Défense Nationale à six mois restant en circulation ainsi que les bons de la Défense Nationale à un

1. *J. O.*, 3 avril. Cette convention a été légèrement modifiée dans ses articles 2 et 4 par un avenant du 10 juin 1927, *J. O.*, 14 juin 1927.

an et deux ans d'échéance, émis avant le 3 avril 1927, seront, au même titre que les valeurs du Trésor et du Crédit National à court terme échéant en 1928 et 1929, admis à l'échange contre les nouvelles rentes 6 % amortissables, que le Ministre des Finances sera autorisé à délivrer par décret.

« Le Ministre des Finances fixera les modalités d'échange.

La charge totale (intérêts et amortissement) des nouveaux titres sera inscrite au budget de l'Etat. »

Les articles 2 et suivants que nous retrouverons au chapitre consacré à la Caisse Autonome, mettent cette charge au compte de la Caisse et règlent les modalités du remboursement anticipé.

Les conditions d'émission des rentes ont été fixées par le décret du 2 avril 1927¹ dont voici les dispositions principales :

Art. 1^{er}. — En application de l'article 13 de la loi du 7 août 1926, les porteurs d'obligations décennales aliénables et inaliénables de la Défense Nationale venant à échéance en 1929, de bons de Crédit National 6 % émis en juillet 1922, de bons du Trésor 6 % à trois, six et dix ans, 1^{er} et 2^e série, émis en 1923, de bons de la défense nationale à six mois restant en circulation et de bons de la Défense Nationale à un an et deux ans émis antérieurement au 3 avril 1927, ont la faculté de demander la conversion de leurs titres en rentes 6 % amortissables en cinquante années que le Ministre des Finances est autorisé à inscrire à une section spéciale du grand livre de la dette publique.

Art. 2. — Les rentes nouvelles porteront jouissance du 1^{er} mai 1927. Leurs arrérages seront payables semestriellement aux dates des 1^{er} mai et 1^{er} novembre de chaque années

Art. 3. — Le capital nominal des rentes 6 % amortissables sera divisé en séries; il sera remboursé à raison de 150 fr. par 100 fr. en cinquante années.

Le tableau d'amortissement, qui sera établi sur la base d'une semestrialité constante, sera arrêté par le Ministre des Finances et publié au *Journal Officiel*.

1. J. O., 3 avril.

Toutefois, l'Etat se réserve la faculté de rembourser par anticipation, à toute époque à partir du 1^{er} mai 1931, les titres restant en circulation à un prix égal à leur valeur nominale majorée de la portion acquise de la prime de remboursement. »

L'arrêté du 5 avril 1927¹ a fixé dans son article 1^{er} la durée de l'opération de conversion, du 25 avril au 25 mai 1927 et dans son article 5 les conditions d'échange des titres. « Les obligations décennales de la Défense Nationale aliénables et inaliénables, venant à échéance en 1922, les bons du Crédit National 6 % à trois, six et dix ans — 1^{re} et 2^e série — émis en 1923, devront être présentés à l'échéance tous coupons non échus au 25 avril 1927 attachés.

Les opérations relatives à l'échange des obligations décennales de la Défense Nationale contre des rentes 6 % amortissables ne donneront lieu au paiement ou au versement d'aucune soulte.

Une soulte de 22 fr. 50 par bon du Trésor de 500 fr. échangé et de 20 fr., par bon du Crédit National de 500 fr. échangé sera remise au porteur.

Les porteurs de bons de la Défense Nationale présentés à l'échange verseront ou recevront une soulte dont le montant sera fixé par un barème arrêté par le Ministre des Finances, et inséré au *Journal officiel*. »

Cette opération, entièrement facultative pour les porteurs, était très intéressante puisque les titres anciens se capitalisaient à 6,82 et que le taux réel du nouvel emprunt se fixait aux environs de 8 %.

Aussi a-t-elle connu un succès considérable; sur un total de 18.450 millions que comportaient les échéances de 1928 et 1929, 10.826 millions de dette à court terme, dont ci-dessous la décomposition, ont été transformés en dette amortissable :

Obligations décennales 1919-1929	5.077	mi lions
Bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans (1 ^{re} série) ..	3.995	—
Bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans (2 ^e série) .	1.132	—
Bons du Crédit National 1 ^{er} juillet 1922 ..	622	—
	10.826	—

1. J. O., 6 avril.

En ce qui concerne la dette flottante, le succès a certainement dépassé les prévisions; les bons de la défense nationale ont, en effet, été consolidés jusqu'à concurrence de 7.454.955.900 francs.

Au risque de nous redire encore nous constatons que cet emprunt a été conclu à un taux très onéreux.

On nous objectera sans doute qu'il est aisé de porter un pareil jugement à trois ans de distance, alors que la situation financière est complètement rétablie.

Peut-être, mais il n'en reste pas moins vrai qu'on s'est trop hâté de convertir et l'objection est moins forte.

Il est sage évidemment, en matière de Gouvernement et plus particulièrement en matière financière — l'expérience l'a montré — de prévoir les événements, de les prévenir. Personne n'en disconviendra mais tout de même la dette à consolider ne venait à échéance, facultative d'ailleurs pour une partie, que dans un délai de 18 mois et même deux ans; dans ces conditions n'était-il pas possible de différer l'opération de mai afin de bénéficier de la baisse du loyer de l'argent qui a fait tomber les placements à long terme à 5,85 %¹ et les placements à court terme à 3,50 % environ (le 6 mai 1927 l'intérêt des bons de la Défense Nationale à un an a été ramené à 3 %, celui des bons à deux ans à 4,50 le 22 juin 1927).

Quelques mois plus tard, l'emprunt aurait pu être placé, soit à un taux plus faible soit sans prime de remboursement ou avec prime réduite de 50 % et procurer ainsi au budget une économie moyenne de 120 à 150 millions par an.

Qu'on ne nous dise pas que la charge des intérêts et de l'amortissement correspondant aux 7 milliards 1/2 de bons de la Défense Nationale consolidés incombe à la Caisse Autonome. C'est là pure opération de comptabilité; les ressources de la Caisse Autonome étaient hier ressources budgétaires et c'est toujours la collectivité qui les fournit.

On est évidemment frappé en constatant que la surcharge budgétaire annuelle, intérêts et amortissement, exposée dans le tableau suivant n'est que de 154 millions,

1. Capitalisation des fonds d'Etat en décembre 1927.

non comprises les charges supportées par la Caisse Autonome :

En millions de francs.

<i>Désignation</i>	<i>Montant approximatif des valeurs reprises</i>	<i>Charge anc. afférente aux valeurs reprises</i>	<i>Charge nouv. des rentes 6 %</i>	<i>Surcharge budgétaire annuelle</i>
Obligations décennales 5 % 1919-1919	5.077	5 % 253	353	100
Bons du Crédit National 6 % juil. 1922	622	6,125 % 38	43	5
Bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans 1923 :				
1 ^{re} série	3.995	6 % 240	278	38
2 ^e série	1.132	6 % 68	79	11
Bons de la Défense Nationale	7.398			
Total	18.224			154

Mais ces chiffres ne valent que pour quelques exercices car à partir de 1932 la surcharge annuelle sera de 1.247 millions dont 517 au compte de la Caisse d'amortissement.

Pouvait-on l'éviter ? Pour partie, certainement. En effet, sur les 18.450 millions à consolider, 7 milliards seulement, les obligations décennales 1919, étaient remboursables inéluctablement mais seulement en 1929. Quant aux bons du Trésor 1923 et aux bons du Crédit National 1922, il s'agissait de remboursements facultatifs, l'échéance obligatoire étant fixée en 1932-1933 pour les premiers et en 1940 pour les seconds. Il faut noter d'ailleurs que ces titres devant être déposés trois mois avant la date de

l'échéance facultative le Trésor disposait d'un délai suffisant soit pour parer aux remboursements soit pour procéder à une opération de consolidation.

Même si on admet la nécessité impérieuse de procéder à cette consolidation que penser de l'opération en ce qui concerne la dette flottante.

En apparence elle ne s'imposait pas. L'abondance monétaire provoquait de nombreuses demandes de bons de la Défense Nationale, mais il ne semble pas, d'après les chiffres ci-dessous de la circulation de ces titres, que la Caisse Autonome ait été obligée de défendre le plafond légal, sauf en janvier, en raison de l'abaissement du maximum au-dessous du montant des titres en circulation au 31 décembre 1925 :

En millions de francs.

	<i>Bons de la Défense Nationale et du Trésor en circulation</i>	<i>Maximum légal avec la marge de 6 %</i>
1 ^{er} octobre 1926	48.168	51.940
31 décembre 1926.....	49.325	»
31 janvier 1927	47.431	48.760
28 février 1927	46.583	»
31 mars 1927.....	47.804	»

Ainsi à la veille du décret admettant à la souscription les bons de la Défense Nationale il restait une marge d'émission de près d'un milliard.

En réalité, c'est la situation du marché des capitaux, qui a imposé cette consolidation ; il suffit de se reporter à l'étude faite plus haut pour s'expliquer comment à travers cette opération on a cherché à fixer, par le canal des bons de la Défense Nationale, une partie des dépôts à vue du Trésor et à consolider le compte créditeur de la Caisse Autonome à la Banque de France.

L'emprunt d'avril-mai poursuivait donc un double but : d'une part aménager les échéances de la dette à terme moyen, aménagement indispensable pour la sécurité de la Trésorerie et heureux dans ses résultats sinon dans ses conséquences financières ; d'autre part, offrir

un débouché aux capitaux flottants. Sous ce dernier aspect elle a parfaitement réussi puisqu'elle a conso'idé 7.500 millions de bons de la Défense Nationale et élargi d'autant la marge d'émission.

Nous avons insisté suffisamment sur le caractère onéreux de cet emprunt pour ne pas signaler en terminant qu'aux termes du dernier paragraphe de l'article 3 du décret du 2 avril, l'Etat s'est réservé la faculté du remboursement anticipé, donc de conversion à partir du 1^{er} mai 1931.

Il est inutile de marquer l'importance de cette disposition qui permettra à l'Etat, si le loyer de l'argent reste aux niveaux actuels, de diminuer la charge budgétaire.

La même faculté a d'ailleurs été réservée à la Caisse Autonome par l'article 4 de la convention du 1^{er} avril 1927, les remboursements partiels devant être imputés sur les derniers termes d'amortissement.

L'amortissement est établi sur la base d'une semestrialité et non d'une annuité mais il n'y a là qu'une nuance, le principe reste le même.

Il s'effectue uniquement par tirages au sort et de ce fait il n'y a pas d'incertitude sur le montant de la dotation budgétaire, qui était subordonnée pour les emprunts précédents à la valeur des titres en bourse.

D'après le tableau d'amortissement publié au *Journal Officiel* du 21 juillet 1927 le capital est réparti en 1.458 séries de 12.500.000 fr. — 18.750.000 fr. avec la prime de remboursement; le nombre des séries amorties augmente progressivement de 10 pour les premières années à 68 pour la dernière.

L'annuité budgétaire — arrérages et amortissement, est d'environ 1.270 millions.

On trouvera à la page suivante un aperçu du tableau d'amortissement de cet emprunt.

TABLEAU D'AMORTISSEMENT DES RENTES 6 % 1927.

	Nombre de séries semestr.	Nombre d'échéances	Séries amorties
1927 à 1931	5	9	45
1932 à 1935	6	8	48
1936 à 1939	7	7	49
Sept. 1939 à 1942	8	6	48
— 1942 à 1945	9	6	54
— 1945 à 1947	10	5	50
— 1948 à 1950	11	5	55
Sept. 1950 à 1952	12	4	48
— 1952 à 1954	13	4	52
— 1954 à 1956	14	4	56
— 1956 à 1957	15	3	45
— 1958 à 1959	16	3	48
Sept. 1959 à 1960	17	3	51
— 1961 à 1962	18	3	54
Sept. 1962 à 1963	19	3	57
— 1964 à 1965	20	3	60
Sept. 1965 à 1966	21	2	42
— 1966 à 1967	22	2	44
— 1967 à 1968	23	2	46
— 1968 à 1969	24	2	48
— 1969 à 1970	25	2	50
— 1970 à 1971	26	2	52
— 1971 à 1972	27	2	54
— 1972 à 1973	28	2	56
— 1973 à 1974	29	2	58
— 1974 à 1975	30	2	60
— 1975	31	1	31
Mars 1976	32	1	32
Sept. 1976	33	1	33
Mars 1977	32	1	32
Total			1.458

Obligations 6 0/0 1927

L'emprunt en rentes 6 % avait drainé des capitaux flottants mais l'afflux des devises ne se ralentissait pas et de nouveaux crédits étaient jetés sur le marché.

L'opération d'avril-mai avait procuré une marge d'émission des bons de la Défense Nationale et ramené le niveau

de la circulation eu-dessous du plafond légal. Les émissions nouvelles ont provoqué une augmentation du compte créditeur de la caisse autonome à la Banque de France dont les variations sont marquées approximativement dans le poste du bilan « dépôts de fonds à Paris » :

24 mars 1927	.....	3.212 millions
28 avril 1927	.....	5.428 —
26 mai 1927	.....	9.104 —
9 juin 1927	.....	9.877 —
16 juin 1927	.....	10.620 —

Mais, en raison de la politique de suppression de la dette à très court terme, une partie de ce crédit devait assurer les échéances mensuelles des bons à un an et six mois; la circulation de ces derniers dont l'émission était suspendue depuis le 29 janvier s'élevait encore à 4.784 millions le 1^{er} avril, 3.888 millions le 15 mai (le chiffre des bons de un à trois mois était insignifiant, 20 millions environ).

Les remboursements éventuels pouvaient présenter des dangers, non pas pour la Caisse Autonome dont le crédit était très important mais pour le marché qui aurait été encombré de nouvelles disponibilités.

Si la sécurité de la Caisse Autonome était assurée, il en était de même pour le Trésor. Sa dette à vue, restée stationnaire aux environs de 10 milliards — elle était même descendue à 9 milliards le 13 mai —, avait repris sa marche ascendante pour atteindre 11 milliards le 15 mai. Sans doute la majeure partie était constituée par des dépôts à vue à la Caisse Centrale, 8.241 millions le 1^{er} juin, 9.386 millions le 15, mais la marge des avances de la Banque de France avait suivi la même progression que sa dette, 10.500 millions le 26 mai, 10 milliards le 9 juin; les fonds provenant de l'émission des bons ordinaires du Trésor en janvier-février, le montant des dépôts ensuite avaient, en effet, été appliqués jusqu'à concurrence de dix milliards au remboursement de ces avances qui s'élevaient à 26.650 millions le 23 juin 1927 contre 36.450 millions le 23 décembre 1926.

Le Trésor se trouvait donc dans une situation favorable,

mais comme pour la Caisse Autonome le danger des remboursements éventuels aux déposants était encore à redouter pour le marché des capitaux, sans parler de l'inconvénient d'une nouvelle augmentation des avances de l'Etat.

Ainsi à la fin de mai 1927, la Banque de France avait à son actif 21 milliards de devises et or compensés, d'une part au passif, par le crédit de la Caisse Autonome, 10 milliards et d'autre part à l'actif par une diminution de 10 milliards des avances à l'Etat.

Il était indispensable de consolider ces deux postes et de fixer dans toute la mesure du possible le flot des crédits nouveaux créés par l'Institut d'émission.

C'est pour atteindre ce double but, et surtout le premier qu'a été décidé un emprunt de déflation financière, pour reprendre une expression de M. Rist.

Le décret¹ relatif à cet emprunt a été précédé de deux conventions¹ entre le Ministre des Finances d'une part et la Caisse Autonome et le Gouverneur de la Banque de France d'autre part.

Voici les principales dispositions de ces conventions et du décret fixant les modalités de l'emprunt.

1^o Convention avec la Caisse d'amortissement

Art. 1^{er}. — La Caisse Autonome de gestion des bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la dette publique escomptera au Trésor, à concurrence d'un montant qu'elle déterminera à la clôture de l'émission autorisée par le décret du 13 juin 1927, les bons de la défense nationale qui seront repris en libération des souscriptions à cette émission.

La somme à verser au Trésor par la Caisse Autonome sera égale à la valeur nominale des bons de la Défense Nationale repris, sous déduction des intérêts, au taux propre à chaque bon, restant à courir pour la période du 10 juillet 1927 au jour de l'échéance.

Art. 2. — Si les bons de la Défense Nationale repris en

1. Décrets et conventions du 13 juin 1927, *J. O.*, 14 juin.

libération des souscriptions excèdent le montant escompté au Trésor dans les conditions fixées à l'article 1^{er} de la présente convention, la Caisse Autonome s'engage à verser au Trésor les 10 janvier et 10 juillet de chaque année, la semestrialité constante nécessaire pour assurer le service de l'intérêt et de l'amortissement d'un total de titres égal à la valeur nominale de l'excédent de bons ainsi repris.

La Caisse Autonome aura la faculté de rembourser au pair au Trésor, par anticipation, à toute époque, à partir du 10 juillet 1921, tout ou partie des titres dont le service lui incombera, le cas échéant, en application du présent article. Les remboursements partiels seront imputés sur les derniers termes d'amortissement.

2^o Convention avec la Banque de France

Art. 1^{er}. — Le Ministre des Finances appliquera au remboursement des avances de la Banque de France à l'Etat une somme égale au capital nominal des obligations émises en vertu du décret du 13 juin 1927 et qui auront été libérées soit en numéraire, soit en bons de la Défense Nationale devant être escomptés par la Caisse Autonome de gestion des bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la dette publique, conformément à la convention passée le 13 juin 1927 entre le président du conseil, ministre des finances, et les présidents du conseil d'administration et du comité financier de la Caisse Autonome.

Nous retrouverons les articles 2 et suivants dans le chapitre des avances à l'Etat.

3^o Décret en vue « de la conversion d'une partie de la dette flottante contre les obligations 6 % amortissables en cinquante ans ».

L'article 1^{er} détermine l'objet de l'opération définie par le titre du décret.

« *Art. 3.* — Le service de l'intérêt et de l'amortissement des obligations à cinquante ans sera effectué au moyen d'une annuité budgétaire constante, la totalité de l'annuité prévue au budget devant être obligatoirement utilisée chaque année.

L'amortissement sera effectué, soit par remboursements au pair à la suite de tirages au sort, soit par rachats en bourse.

L'Etat se réserve la faculté de rembourser au pair, par anticipation, à toute époque à partir du 10 juillet 1931; les obligations restant en circulation. »

L'article 6 prévoit le mode de libération des souscriptions qui pourront être effectuées soit en numéraire soit en bons de la Défense Nationale émis avant le 3 juin 1927.

L'arrêté du 20 juin 1927¹ a fixé le prix d'émission à 460 fr. par obligation d'une valeur nominale de 500 fr. et la durée des souscriptions du 27 juin au 23 juillet, la clôture pouvant en être prononcée avant cette date, par arrêté ministériel.

Les caractéristiques de cet emprunt n'appellent pas d'observations qui n'aient déjà été présentées à l'occasion des opérations précédentes et nous n'insisterons pas sur les avantages de son amortissement contractuel, ni sur la faculté de remboursement au pair, par anticipation, qui permettra à l'Etat de bénéficier à partir de 1931 de la diminution du loyer de l'argent.

Cependant il faut souligner que son taux de capitalisation était plus intéressant pour l'Etat que le précédent car le remboursement ne comporte pas de prime de remboursement. Il est bien évident, par ailleurs, qu'en l'absence de cette prime, les conditions techniques de conversion seront réalisées bien plus rapidement.

Doit-on y voir une des causes de son moindre succès, on a même parlé, à la légère il est vrai, d'un échec, 4.642 millions seulement ayant été souscrits.

Nous ne le pensons pas et nous allons dire pourquoi, non sans avoir rappelé que ce résultat n'a pas surpris des hommes avertis, tel l'éminent publiciste M. Frédéric Jenny. Voici la conclusion de son article du *Temps économique* du 6 juin — bien antérieur à l'emprunt — où il mettait en garde contre les espérances excessives fondées sur l'opération en perspective.

1. *J. O.*, 21 juin 1927.

« A ce qui précède il convient d'ajouter deux brèves observations. Premièrement on ne saurait espérer que la totalité des dépôts au Trésor pourra être consolidée. En effet, sur un marché monétaire où les disponibilités liquides sont visiblement en excédent notable sur les besoins de crédit du commerce et de l'industrie, et où toutes les valeurs du Trésor à très courte échéance ont été progressivement supprimées, une partie de ces disponibilités demeurera inévitablement flottante. En second lieu, la nécessité d'ouvrir à nos capitaux des frontières apparaîtra d'autant plus impérieuse que les possibilités de placement à court terme se verront davantage restreintes. En dépit des inconvénients que pourra encore comporter la suppression de la réglementation édictée en 1918, il semble donc difficile que les pouvoirs publics puissent différer longtemps le rétablissement de la libre circulation des capitaux, contre-partie logique de l'œuvre de consolidation méthodiquement poursuivie. »

Ces prévisions ont été confirmées; nous allons démontrer que l'emprunt n'a pas été un échec en prenant comme termes de comparaison les caractéristiques et les résultats du précédent.

Une part d'insuccès, pour reprendre ce jugement sans l'adopter, est due peut-être au taux moindre de capitalisation et à la clôture récente de l'emprunt en rentes 6 %; nous indiquons ces causes sans les retenir. Le résultat a été commandé par des considérations plus profondes.

L'emprunt en rentes 6 % a fait appel à des capitaux frais, avons-nous dit, mais indirectement et sous quelle forme ? sous forme de placements à court terme, en bons de la Défense Nationale; la marge d'émission de ces titres a, en effet, été augmentée par les consolidations opérées par l'emprunt, ce qui a permis à l'argent frais de s'investir pour un an seulement ou deux ans au maximum; malgré la consolidation de 5 milliards de bons à un an le montant de ces titres en circulation le 31 mai était supérieur à celui du 1^{er} janvier et sensiblement égal à celui du 15 février.

Or l'emprunt en obligations 6 % faisait directement appel à l'argent frais, mais pour un placement à long terme et

encore avec une menace de conversion à partir de 1931. On conçoit parfaitement que neuf mois après un redressement inespéré mais pas encore consolidé les souscriptions n'aient pas afflué en masse, d'autant plus que la reprise de l'activité économique et boursière permettait d'espérer des investissements plus fructueux; voilà certainement le secret de ce prétendu échec.

Cet emprunt renfermait d'ailleurs, en puissance, une déflation plus profonde qu'il n'apparaît à la lecture des chiffres de la souscription dont ci-dessous la décomposition :
 1.392 millions en bons de la Défense Nationale;
 1.500 millions en argent frais;
 1.800 millions provenant des comptes-courants des banques au Trésor.

Nous disons en puissance, parce que la consolidation de de 1.392 millions de bons augmentait d'autant les facultés de placements à court terme et, de ce fait, au lendemain de l'emprunt, la déflation s'élevait théoriquement à 6 milliards. Ce résultat n'a pas été atteint intégralement, car il a été contrarié par la politique d'aménagement de la dette flottante; on peut regretter à cet égard que la Caisse Autonome ait pris la décision de diminuer à partir du 22 juin le taux de l'intérêt des bons à deux ans, après avoir suspendu le 2 juin l'émission des bons à un an.

Il y a eu, semble-t-il, dans ces mesures un manque de coordination, de collaboration à une heure où la Caisse Autonome aurait dû « épauler » l'opération de déflation. Cet Etablissement n'était cependant pas exposé à éprouver, du fait de l'emprunt en obligations, des difficultés nouvelles pour l'abaissement en fin d'exercice du plafond des bons, car les titres admis à la souscription devaient être simplement escomptés au Trésor jusqu'à concurrence du montant déterminé librement, conformément aux termes de la convention.

L'escompte a été appliqué aux 1.115 millions¹ de bons

1. Bons à 6 mois.....	29 millions
Bons à 1 an.....	1.086 —
Bons à 2 ans.....	277 —
	1.392 millions

à six mois et un an et le compte créditeur de la Caisse autonome à la Banque de France a diminué d'autant; il a même fléchi de 2.500 millions environ entre le 21 juillet et le 6 octobre¹ en raison du ralentissement des souscriptions qui a fait échec à la part de déflation qu'on pouvait escompter par le truchement des bons de la Défense Nationale.

Quant aux bons à deux ans, 277 millions, ils ont été consolidés et la Caisse autonome verse, à ce titre, une semestrialité constante de 18 millions environ.

En ce qui concerne l'argent frais, il a été fourni à raison de 1.500 millions par les particuliers et de 1.800 millions par les prélèvements des banques dans leurs avoirs à la Caisse Centrale du Trésor; ces prélèvements et diverses mesures relatives aux comptes courants ont dégonflé progressivement ce poste, tombé de 11.500 millions le 23 juin à 7.400 millions le 15 septembre.

Si on considère la situation du marché des capitaux, le seul résultat de l'emprunt réside dans la consolidation de ces 1.800 millions; l'argent frais, 1.500 millions, semble provenir des remboursements des bons de la Défense Nationale échus en juillet et dans les semaines suivantes; la circulation est tombée de 47 milliards fin juin, à 44 milliards en septembre-octobre soit une diminution de 3 milliards dont 1.100 millions escomptés au Trésor et près de 2 milliards remboursés aux porteurs.

Ce qu'il faut retenir de cet emprunt — nous retrouverons la question plus loin — c'est qu'il a permis à l'Etat de consolider une partie des avances remboursées à la Banque de France depuis plusieurs mois. Vue sous cet angle on peut affirmer que l'opération a parfaitement réussi.

L'annuité constante ressort à 6 fr. 329334 pour 100 fr. de capital nominal et elle a été fixée pour les exercices 1929 et 1930 à 293.775.753 fr.

1. Dépôts de fonds à Paris : 21 juillet, 11.413 millions; 6 octobre, 8.769 millions.

Rentes amortissables 5 % 1928

Cet emprunt, réalisé quelques semaines avant la stabilisation légale du franc, avait pour objet de réaliser les conditions techniques indispensables au succès de cette opération : consolidation de la dette à court terme, réduction des avances de la Banque de France à l'Etat au moyen d'une ponction exercée sur le marché monétaire.

Nous avons vu en étudiant cette dernière question, trop succinctement à notre gré, que la circulation fiduciaire avait augmenté comme conséquence des mesures prises par la Caisse Autonome pour l'aménagement de la dette flottante et par le Trésor pour décongestionner le poste de la dette à vue à la Caisse centrale.

Du 23 juillet 1927 au 22 décembre, la circulation des bons de la Défense Nationale et la dette à vue du Trésor avaient diminué de près de 9 milliards; si la circulation fiduciaire n'avait pas augmenté dans les mêmes proportions c'est parce que la Banque de France avait fixé des disponibilités par les opérations de reports sur devises, Mais ni ces opérations, ni la liberté rendue aux capitaux par le décret du 10 janvier 1928 n'avaient arrêté l'afflux des devises; les crédits nouveaux créés par l'Institut d'Emission sont passés dans la circulation, les placements à court terme étant virtuellement supprimés. Celle-ci s'élevait à 59.497 millions le 26 avril 1928 contre 55.806 millions le 22 décembre 1927 et 53.281 millions le 11 août 1927.

Si cette augmentation ne présentait pas de dangers immédiats, notamment par sa répercussion sur les prix, on ne pouvait pas préjuger de l'avenir. En outre, il apparaissait non seulement possible mais nécessaire de définir la valeur légale du franc dont la stabilité de fait était maintenue dans des limites étroites depuis quinze mois.

C'est dans ces conditions qu'a été conçu l'emprunt de mai 1928. Un des buts qui lui ont été assignés a été de dégager complètement la trésorerie pour les exercices immédiats. Pour y parvenir le Ministre des Finances a décidé de résorber la dette à échéance massive qui n'avait pas été

consolidée par l'emprunt en rentes 6 % 1927 et il y a procédé par consolidation et par conversion.

La consolidation devait s'appliquer au reliquat des obligations décennales de la Défense Nationale 5 % 1919 remboursables au pair le 16 mai 1929. Il restait en circulation 2181 millions et le Trésor a offert aux porteurs le choix entre la consolidation en rentes 5 % amortissables ou le remboursement de leurs titres; cette solution était correcte juridiquement, car le Trésor s'était réservé dans le contrat d'émission la faculté du remboursement anticipé à partir du 16 mai 1924, ce qui nous offre encore une fois l'occasion de souligner l'intérêt de cette clause.

La conversion visait la fraction de la dette à court terme portant intérêt à 6 % qui n'avait pas été transformée en rentes 6 % 1927 et dont voici la composition :

Bons du Trésor 6 % 1923 à 3, 6 et 10 ans

1^{re} série 2.706 millions

Bons du Trésor 6 % 1923 à 3, 6 et 10 ans

2^e série 1.810 —

Comme pour les obligations de la Défense Nationale elle était juridiquement possible car l'Etat avait la faculté du remboursement anticipé, à dater du 8 décembre 1927 pour la première série et du 20 mai 1928 pour la seconde série. Cette conversion était facultative ainsi qu'il ressort des articles 6 et 7 du décret du 30 avril qu'on trouvera plus loin.

La conversion pouvait en outre s'appliquer aux bons du Crédit National 6 % 1922 déposés aux fins de remboursement au 1^{er} juillet 1928.

Voilà les mesures prévues pour atteindre le premier objectif. Il en était un autre d'importance capitale, le remboursement des avances de la Banque à l'Etat et la consolidation de ceux qui avaient été déjà faits : ces avances s'élevaient à 23 milliards le 26 avril 1928 laissant au Trésor une marge de 8 milliards. Pour ce deuxième objectif le ministre des Finances a fait appel, d'une part aux réserves de la Caisse Autonome, d'autre part à l'argent frais. Les bons de la Défense Nationale ont, en effet, été admis à la souscription mais aux termes d'une convention, dont

plus loin le texte, la Caisse Autonome devait escompter un montant de bons qu'elle déterminerait à la clôture de l'emprunt; nous ne nous étendrons pas sur les caractères de cette opération, déjà décrits à l'occasion des emprunts de 1927. Les ressources ainsi obtenues, jointes au numéraire apporté en souscription, devaient procurer au Trésor les moyens de procéder à un nouveau remboursement de ses avances.

On a pu marquer quelque étonnement devant un appel aussi large fait au marché des capitaux, directement et indirectement. Il se justifiait pour deux raisons.

La première tenait aux modalités de l'opération de consolidation et de conversion. En 1927, les porteurs de titres de la dette à court terme avaient été invités à une consolidation purement facultative. Toute différente est l'opération de 1928. Sans doute la consolidation ou la conversion est facultative, mais elle constitue un des deux éléments d'une option inéluctable, car les porteurs qui ne l'acceptaient pas étaient tenus de présenter leurs titres au remboursement anticipé; d'où la nécessité d'un vaste appel au crédit dans l'éventualité de ces remboursements dont il était impossible de chiffrer le montant.

Il y avait également, à la base de cet appel, le désir d'opérer une ponction sur le marché des capitaux. On était à quelques semaines de la stabilisation et la Banque de France arrivait péniblement, au moyen des opérations de report, à absorber sans augmentation sensible de la circulation, les devises offertes en quantités considérables. (Nous retrouvons ici un mouvement absolument identique à celui, déjà signalé, de mai 1927, après qu'avait été décidé l'emprunt en rentes 6 % : augmentation de près de 7 milliards du portefeuille devises entre le 28 avril et le 26 mai). L'emprunt qui nous intéresse a produit les mêmes réactions; le décret fixant ses modalités est du 30 avril; aussitôt les achats de change par l'Institut d'émission prennent un rythme accéléré, passant de 2 milliards en moyenne les mois précédents à cinq milliards en mai, près de 400 millions par jour pendant la deuxième quinzaine. Spéculation ou rapatriement de capitaux en quête d'un placement intéressant ? nous

inclinons encore une fois vers cette dernière hypothèse sans cependant exclure absolument la première.

L'efficacité de cette ponction était subordonnée au volume des capitaux frais absorbés puisque l'escompte de bons par la Caisse autonome devant se traduire par un simple virement de son compte créditeur à la Banque de France n'exercerait aucune influence sur la circulation. Il faut d'ailleurs noter que le Trésor était appelé à reverser des billets dans la circulation jusqu'à concurrence du montant des titres de la dette à court terme présentés au remboursement.

Voilà, semble-t-il, les diverses considérations qui ont présidé à l'organisation de l'emprunt en rentes 5 % 1928. On trouvera ci-dessous les principales dispositions du décret du 30 avril, précédé de deux conventions entre le Ministre des Finances et la Caisse Autonome et le Gouverneur de la Banque de France.

Convention du 30 avril avec la caisse autonome¹.

Art. 1 — La caisse autonome de gestion des bons de la défense nationale et d'amortissement de la Dette publique escomptera au Trésor, à concurrence d'un montant qu'elle déterminera à la clôture de l'émission autorisée par le décret du 30 avril 1928, les bons de la Défense Nationale qui seront repris en libération des souscriptions à cette émission.

La somme à verser au Trésor par la caisse autonome sera égale à la valeur de reprise des bons de la défense nationale présentés en souscription, cette valeur étant déterminée par l'application du barème prévu à l'article 4 de l'arrêté du 30 avril 1928.

Art. 2. — Si les bons de la défense nationale repris en libération des souscriptions excèdent le montant escompté au Trésor dans les conditions fixées à l'article 1^{er} de la présente convention, la Caisse autonome s'engage à verser au Trésor, l'annuité constante nécessaire pour assurer le service de l'intérêt et de l'amortissement d'un total de titres égal à la

1. *J. O.*, 1^{er} mai 1928.

valeur nominale de l'excédent de bons ainsi repris. Ce versement sera effectué en deux fractions égales les 10 mai et 10 novembre de chaque année.

Dans cette hypothèse, les soultes en numéraire versées ou payées pour les opérations de souscription afférentes à la reprise de cet excédent de bons seront, selon les cas, reversées par le Trésor à la Caisse autonome ou remboursées par celle-ci au Trésor.

La Caisse autonome aura la faculté de rembourser au pair au Trésor, par anticipation, à toute époque, à partir du 10 mai 1932, tout ou partie des titres dont le service lui incombera, le cas échéant, en application du présent article. Les remboursements partiels seront imputés sur les derniers termes d'amortissement.

2° *Convention du 30 avril 1928 avec le Gouverneur de la Banque de France*¹

Art. 1^{er}. — Le Ministre des Finances appliquera au remboursement des avances de la Banque de France à l'Etat, dans la mesure où les souscriptions correspondantes n'auront pas été affectées au remboursement de bons du Trésor, à trois, six et dix ans 1923 et des obligations de la Défense Nationale dont la conversion est autorisée par l'article 7 du décret du 30 avril 1928, une somme égale au capital des rentes émises en vertu du décret précité et qui auront été libérées soit en numéraire, soit en bons de la Défense Nationale devant être escomptés par la Caisse autonome de gestion des bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la Dette publique, conformément à la convention passée le 30 avril 1928 entre le président du Conseil, ministre des Finances et les présidents du Conseil d'administration et du Comité financier de la Caisse autonome.

Les articles 2 et suivants réglant les modalités de ce remboursement et le taux d'intérêt des avances seront reproduits plus loin.

3° *Décret ayant pour objet la conversion d'une partie de*

la dette flottante et à court terme en rentes 5 % amortissables en 75 ans.

Art. 1^{er}. — En application de l'article 13 de la loi du 7 août 1926, il sera procédé, par les soins du Ministre des Finances, à une opération de conversion :

1° De la dette flottante intérieure dans les conditions prévues par la convention du 30 avril 1928 passée entre le président du conseil, ministre des finances, et le gouverneur de la Banque de France, et la convention du 30 avril 1928 passée entre le président du Conseil, ministre des finances, et les présidents du conseil d'administration et du comité financier de la Caisse autonome de gestion des bons de la Défense Nationale et d'amortissement de la dette publique;

2° De la dette à court terme du Trésor et du Crédit national échéant en 1928 et 1929.

Cette opération sera réalisée au moyen de l'émission de rentes 5 % amortissables en soixante-quinze ans, qui seront inscrites à une section spéciale du Grand Livre de la Dette publique.

Art. 2. — Les rentes 5 % amortissables en 75 ans dont l'émission est autorisée par l'article 1^{er} du présent décret porteront jouissance du 10 mai 1928. Leurs arrérages seront payables semestriellement et à terme échu aux dates des 10 mai et 10 novembre de chaque année.

Art. 3. — Le service des arrérages et de l'amortissement des rentes 5 % amortissables en 75 ans sera effectué au moyen d'une annuité budgétaire constante, la totalité de l'annuité prévue au budget devant être obligatoirement utilisée chaque année.

L'amortissement sera effectué soit par rachats en bourses, soit par remboursements au pair à la suite de tirages au sort. Les tirages au sort auront lieu le 10 mars et le 10 septembre de chaque année, le prix de remboursement étant exigible à partir de l'échéance du coupon qui suit chaque tirage.

L'Etat se réserve la faculté de rembourser au pair, par anticipation, à toute époque à partir du 10 mai 1932, tout ou partie des titres restant en circulation.

Art. 6. — Les souscriptions pourront être libérées :

En numéraire.

En bons de la Défense nationale émis avant le 21 avril 1928.

En bons du Crédit national 6 % juillet 1922 déposés aux fins de remboursement au 1^{er} juillet 1928.

En bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans (1^{re} et 2^e séries) émis en 1923 et en obligations décennales aliénables et inaliénables de la Défense nationale du type 1919-1929, comme il est dit au 2^e paragraphe de l'article 8 ci-après.

Art. 7. — Le ministre des finances est autorisé à exercer le droit, réservé au Trésor, par les articles 2 du décret du 16 décembre 1918 et 3 des décrets des 24 février et 22 septembre 1923, d'effectuer le remboursement par anticipation des bons du Trésor à 3, 6 et 10 ans (1^{re} et 2^e séries) émis en 1923, et des obligations décennales aliénables et inaliénables de la Défense nationale du type 1919-1929.

Art. 8. — Les porteurs désireux d'obtenir le remboursement des titres désignés à l'article précédent devront en faire la demande du 7 mai au 8 juin 1928 inclus.

D'autre part, les porteurs pourront, pendant ce délai, obtenir sur leur demande l'échange de leurs titres contre des rentes 5 % amortissables en 75 ans.

Tout porteur qui, dans le même délai, n'aura pas fait connaître sa volonté, sera considéré comme ayant accepté la conversion de ses valeurs en rentes 5 % amortissables en 75 ans.

Les dispositions de l'article 8 ont été précisées par les articles 9 et 10 de l'arrêté du 30 avril¹ ci-dessous :

Art. 9. — En application de l'article 8 du décret du 30 avril 1928, les porteurs de bons du Trésor à trois, six et dix ans 1923 (1^{re} et 2^e série) et d'obligations décennales aliénables et inaliénables de la défense nationale 1919-1929 ont la faculté d'échanger au cours de la période du 7 mai au 8 juin 1928 inclus, leurs titres contre des rentes 5 % amortissables en soixante-quinze ans, à raison de 25 fr. de rente par titre de 500 fr.

Ils recevront, au moment de l'échange, une soulte égale, pour chacun des titres présentés, à la différence entre le prix de remboursement prévu à l'article 7 du présent arrêté pour un titre de même nature et le prix d'émission

1. J. O., 1^{er} mai.

d'une quotité de rentes correspondante, majoré des intérêts afférents à la période du 10 mai au 8 juin 1928.

Art. 10. — En application des dispositions prévues par l'article 8 du décret du 30 avril 1928, les bons du Trésor à trois, six et dix ans 1923 (1^{re} et 2^e séries) et les obligations décennales aliénables et inaliénables de la Défense Nationale 1919-1929 qui, au cours de la période du 7 mai au 8 juin 1928, n'auront fait l'objet ni d'une demande de remboursement ni d'un échange contre des rentes 5 % amortissables en soixante-quinze ans, cesseront de porter intérêt à partir du 8 juin 1928. Ces valeurs seront converties à partir de la même date en rentes 5 % amortissables en soixante-quinze ans, à raison de 25 fr. de rente par titre de 500 fr.; pour chacun de ces titres, une soulte égale à celle prévue à l'article précédent pour un titre de même nature sera versée au porteur.

L'article 11 de cet arrêté a fixé à 25 fr. le minimum de rente 5 % amortissable inscriptible, sauf pour les porteurs de coupures de 100 fr. d'obligations décennales de la Défense Nationale qui pouvaient demander des inscriptions de 5 fr. de rente.

On peut regretter que les petits épargnants aient été écartés de cet emprunt comme d'ailleurs de celui de juin 1927 par l'émission de coupures de 500 fr. au minimum.

L'emprunt émis à 91 % en vertu du décret du 3 mai 1928¹ a connu un succès considérable. La souscription était ouverte le 7 mai et dès le 15 mai le Ministre des Finances suspendait les versements en numéraire qui s'étaient élevés à 10.500 millions en huit jours.

Voici d'ailleurs la décomposition du résultat global :		
Numéraire	10.640 millions	
Bons de la Défense nationale	5.322	—
Bons du Trésor 1923 (1 ^e et 2 ^e série)	3.510	—
Obligations décennales de la Défense Nationale	1.367	—
Bons du Crédit National 6 % 1922	28	—
	20.867	—

1. J. O., 4 mai 1928.

Ainsi sur 6.636 millions de dette à échéance massive, 4.905 millions ont été consolidés; en réalité ce chiffre doit être majoré de 757 millions correspondant aux bons du Trésor 1923 — 417 millions — et aux obligations de la Défense Nationale — 340 millions — qui n'ayant été présentées ni à la souscription, ni au remboursement avant le 8 juin, devaient être obligatoirement transformés en rentes 5 % en vertu de l'article 8 du décret et des articles 9 et 10 de l'arrêté cités plus haut.

Les porteurs de bons du Crédit National 1922 qui avaient déposé leurs titres aux fins de remboursement au 1^{er} juillet 1928 n'ont pas usé de la faculté de souscription concédée par l'article 6 du décret, complété par l'article 5 de l'arrêté, puisque 28 millions seulement ont été consolidés. Le solde, 911 millions, a été remboursé sur les ressources de Trésorerie, ainsi que 1.058 millions de valeurs dont ci-dessous le détail, présentées au remboursement à partir du 8 juin 1928 :

Bons du trésor 6 % 1923 (1 ^{re} et 2 ^e série)	585 millions
Obligations de la Défense Nationale	473 —

Le montant des débours du Trésor s'est donc élevé à 1.969 millions, couverts largement par l'escompte des bons de la Défense Nationale opéré jusqu'à concurrence de 2.646 millions pour un nominal de 2.850 millions; le solde des bons remis en souscription a été consolidé ce qui porte le chiffre total des consolidations et conversions à plus de 8 milliards dont 2 milliards 1/2 au titre de la dette flottante.

Quel a été le résultat de l'emprunt en ce qui concerne la déflation ? En apparence nul, si on se réfère aux chiffres de la circulation des billets avant et après l'emprunt :

26 avril	59.497 millions
24 mai	58.995 —
21 juin	58.881 —

M. Frédéric Jenny nous en donne une explication¹. « La clôture des souscriptions en numéraire, écrit-il, a été décidée avant que le succès de l'opération fût arrivé à son plein épanouissement. C'est ainsi qu'il résulte des

1. *Temps économique* du 21 mai 1928.

renseignements recueillis par les établissements de crédit que les populations rurales commençaient seulement d'échanger leurs billets, thésaurisés depuis de longs mois, contre de nouvelles rentes. D'autre part, si l'on en croit certaines informations, les souscriptions en argent frais ont été arrêtées avant que la Caisse des dépôts et consignations eût apporté sa contribution, qui avait toujours constitué, lors des emprunts précédents, un appoint important. »

Mais s'il n'y a pas eu de déflation immédiate, l'emprunt a prévenu une inflation en puissance, car il a détruit des crédits émis en contre-partie des devises. La lecture du bilan de la Banque de France va nous éclairer sur ce point; au 24 mai l'actif divers s'élevait à 31 milliards auxquels il faut ajouter 15 milliards¹ de devises données en report à cette date, soit au total 46 milliards; or le 25 juin ce poste réparti en trois rubriques n'accuse plus que 37 milliards $1/2$, en diminution de 8 milliards $1/2$ dont 5 milliards $1/2$ au titre des devises en report ramenées entre les deux dates de 15 milliards à 9 milliards $1/2$. Mais ces 8 milliards $1/2$ correspondent très exactement au montant net de la déflation opérée, 8.670 millions car si le Trésor a reçu 10.640 millions d'argent frais, il en a remis 1.970 en circulation en remboursant des titres de la dette à court terme.

On peut donc affirmer qu'à cet égard l'emprunt a atteint son but non seulement par l'assainissement du bilan de la Banque de France grâce aux remboursements des avances de l'Etat mais encore par la destruction des crédits importants qui auraient pu jeter du trouble sur le marché au moment de la stabilisation légale du franc.

Comme pour les emprunts précédents l'amortissement a été organisé au moyen d'une annuité constante dont les avantages ne sont plus à souligner. Le contrat d'emprunt a autorisé les rachats en bourse mais l'expérience a démontré qu'ils contribuaient très peu à l'amortissement; il était d'ailleurs très sage d'inclure ce procédé dans le contrat,

1. D'après le rapport des censeurs pour l'exercice 1928,

car il est susceptible de jouer en période de hausse du loyer de l'argent.

Mais le Ministre des Finances a prévu également la situation inverse, celle de la baisse ultérieure du taux des placements et il a assuré au budget la possibilité d'en bénéficier au moyen de la conversion; c'est pourquoi l'article 3 du décret réserve à l'Etat la faculté de remboursement au pair, par anticipation, à toute époque à partir du 10 mai 1932; l'importance de cette clause n'échappe à personne.

Cette faculté a été également réservée à la Caisse autonome par l'article 2, paragraphe 3 de la convention du 30 avril, les remboursements partiels devant être imputés sur les derniers termes d'amortissement.

L'annuité constante nécessaire pour le service de cet emprunt — intérêts et amortissement — ressort à 5 fr. 13 par 100 fr. de capital nominal et elle est de l'ordre de 1.100 millions.

Les consolidations de bons de la Défense Nationale s'étant élevées à 2.472.074.500 fr. la Caisse Autonome en assume la charge de service, intérêts et amortissement et verse, de ce fait, à l'Etat une annuité constante de 123 millions.

Les résultats de cet emprunt, placé à un taux inférieur de 16 % à celui de juin 1927, témoignent du redressement remarquable du crédit public. La diminution du loyer de l'argent, ainsi affirmée, procurera au budget, comparativement au revenu réel des emprunts précédents une économie de 160 millions environ par an, 12 milliards pour toute la période d'amortissement; il ne fait pas de doute que ce chiffre sera plus important car une opération de conversion sera vraisemblablement décidée d'ici quelques années.

Si on jette un regard d'ensemble sur les résultats des emprunts examinés ci-dessus on constate que la Trésorerie a été complètement dégagée des échéances massives s'élevant à 25 milliards 1/2, échelonnées entre le 1^{er} février 1927 et le 20 mai 1929. Sur cette somme 18 milliards 1/2 ont été consolidés, 4.500 millions ont été remboursés, le solde

2.500 millions (bons du Crédit National) ne viendra à échéance qu'en 1932 et 1934.

Toutes réserves ayant été faites sur la charge supplémentaire imposée au budget par ces opérations, on ne saurait trop applaudir au succès remporté.

On a assuré heureusement les échéances de 1927, 1928 et 1929, mais les pouvoirs publiés semblent peu préoccupés de celles de 1931 et des années suivantes dont le tableau ci-dessous donne la composition, en millions de francs :

	1931	1932	1933	1934
Engagements sexennales 1925-1931	1.829 (16 févr.) 770 (15 août)	466 (16 févr.) 215 (15 août)	130 (16 févr.) 130 (16 août)	100 (16 févr.)
Engagements décennales de la D. N. 1922-1932 ..		254 (1 ^{er} juil.)		
Bons du Trésor 1924 ..	208 (25 oct.)	277 (25 oct.)	348 (octobre)	5.876 (octobre)
Bons du Crédit National 5 % 1921	484	483 (à ^{er} nov.)	492 (nov.)	491 (nov.)
Bons du Crédit National 5 % février 1922 ...		1.726 (février)		
Bons du Crédit National 5 % juillet 1922 ...				990 ¹ (1 ^{er} juil.)
	3.301	3.431	1.100	7.557

Remboursement facultatif.

Ainsi sur un total de 19 milliards de dette à court terme et à terme moyen que comportait l'échéancier au 30 juin 1929, 15 milliards 1/2 doivent être remboursés de 1931 à 1934, ce dernier exercice ayant à faire face à 7.500 millions de remboursements.

Depuis 1928 aucune consolidation n'a été tentée et

En millions de francs.

<i>Désignation</i>	<i>Au 31-7 1926</i>	<i>Au 30-9 1927</i>	<i>Au 30-6 1928</i>
<i>Dettes amortissables :</i>			
Rentes 3 % amortissables	2.666	2.591	2.516
Rentes 3 1/2 % amortissables en 30 ans	12	11	11
Rentes 5 % 1920 amortissables en 60 ans (déduction faite des rentes dont l'Etat est devenu propriétaire	11.173	11.134	11.045
Rentes 6 % 1927 amortissables en 50 ans ...	Néant	18.220	18.158
Rentes 5 % 1928 amortissables en 25 ans ...	"	"	21.586
Rentes d'Alsace-et-Lorraine	73	73	73
Obligations 6 % 1927 amortissables en 50 ans .	Néant	4.642	4.620
Bons du Trésor 1927 amortissables en 15 ans...	Néant	3.629	3.530
Bons du Trésor 1926 amortissables en 10 ans...	Néant	1.285	1.264
<i>Emissions du Crédit National :</i>			
Obligations 1919 amortissables en 75 ans	3.944	3.932	3.924
Obligations 1920 amortissables en 75 ans	3.967	3.960	3.952
Obligations 1924 amortissables en 50 ans	1.616	1.604	1.600
Obligations de la Caisse Autonome d'amortissement 1926 amortissables en 40 ans	Néant	3.013	2.456
Capital des annuités diverses à la charge de l'Etat	8.786	9.582	9.582
<i>Annuités diverses :</i>			
Capital des annuités trentenaires remises aux sinistrés	11.256	12.608	13.040
Capital des annuités décennales remises aux sinistrés	151	1.840	2.382
Totaux	43.644	78.124	99.739

c'est bien regrettable; on saisit encore une fois l'insouciance des pouvoirs publics¹.

Il nous reste à voir les variations des divers postes de la dette publique entre 1926-1929, comme conséquence de l'aménagement de la dette à échéance massive de sa transformation en dette amortissable; le tableau ci-dessus marque l'accroissement de ce dernier poste pendant cette période.

Cet accroissement de 50 milliards en deux ans est considérable puisqu'il excède de 31 milliards la diminution de la dette à court terme. Ce complément, c'est la rançon de la loi d'août 1926 relative à l'achat des devises. Nous avons vu en étudiant les différents circuits alimentés par les francs-crédits que ceux-ci avaient été fixés par diverses formes de placements à très court terme, transformés progressivement en dette amortissable. La consolidation de la dette flottante, constituée par des bons de la Défense Nationale a fourni 10 milliards $1/2$ et l'argent frais provenant des dépôts 17 milliards soit un total de 27 milliards $1/2$ qui chiffre en capital ce que nous appelions plus haut la rançon de la loi d'août 1926.

Il nous a paru intéressant d'en rechercher la charge budgétaire totale intérêts et amortissement — pour la période 1928, 2003; le tableau ci-dessous la donne approximativement en milliers de francs.

Cette charge, sur la base des taux d'émission, est impressionnante : 93 milliards pour la période entière d'amortissement, une dotation annuelle de près de deux milliards, appelée à décroître lentement, 1.688 millions à partir de 1937, 1.415 millions à partir de 1943 enfin 667 millions à partir de 1977.

Sous réserve des conversions éventuelles voilà ce que nous coûtera — et cela ne représente pas tout le poids de la dette nouvelle — une politique de paresse financière, la résistance des possédants aux majorations des impôts directs, enfin l'évasion des capitaux. On ne peut se défendre d'une cer-

1. La loi portant ratification du plan Young a attribué des ressources nouvelles à la Caisse Autonome et l'a chargée de participes éventuellement au rachat des valeurs à court terme du Trésor.

En milliers de francs.

<i>Nature des emprunts</i>	<i>Nature des Billets</i>	<i>souscriptions Bons D. N.</i>	<i>Total</i>	<i>Charge an. par 100 fr. de nom.</i>	<i>Charge an. pour chaque emprunt</i>	<i>Durée de l'am.</i>	<i>Charge ott à l'extinc de la dett</i>
Bons du Trésor 7 % 1926 ..	900.000		900.000	14,072216	126.075	10 ans	1.260.75
Bons du Trésor 7 % 1927 ..	2.500.000		2.500.000	10,874266	271.856	15 ans	4.077.84
Rentes 6 % 1927 ..		7.500.000	7.500.000	6,96	522.000	50 ans	26.100.00
Obligat. 6 % 1927 ..	3.300.000	300.000	3.600.000	6,329334	226.856	50 ans	11.342.84
Rentes 5 % 1928 ..	10.500.000	2.500.000	13.000.000	5,13	666.900	75 ans	50.017.50
Totaux.	17.200.000	10.300.000	27.500.000		1.813.687		92.798.89

taine amertume devant les conséquences de cette désertion de l'argent lorsqu'on pense aux centaines de milliers de braves gens qui ont sacrifié leur vie pour le salut de la patrie. Et si la masse ignorante et stupidement moutonnière a pu contribuer dans certaines circonstances à précipiter son propre malheur, elle paye sévèrement ses fautes tandis que quelques milliers d'individus, grands manieurs d'argent et gros capitalistes sont sortis de cette tourmente sinon enrichis, du moins indemnes.

On peut alors se demander s'il n'y aurait pas eu intérêt à restaurer la monnaie au moyen de l'ouverture de crédits extérieurs. C'était la méthode préconisée par les experts dont les indications semblaient fixer leur volume à 400 mil-

lions de dollars, près de 13 milliards de francs. On ne peut, évidemment chiffrer ni le taux, ni la durée de cet emprunt mais il n'est pas douteux que la charge annuelle des intérêts n'aurait pas atteint celle que nous avons indiquée plus haut et que l'opération aurait été dénouée dans un délai maximum de dix ans.

Ce procédé était donc avantageux pour le Trésor, si nous faisons délibérément abstraction des conséquences possibles dans d'autres domaines, telles une certaine vassalité politique (règlements des dettes et des créances de guerre, refonte des traités de paix etc...) et économique (tarifs douaniers).

Cet avantage s'accompagnait d'inconvénients assez sérieux : d'abord une amputation supplémentaire des droits des créanciers et des crédits rentiers puisque la parité semblait devoir être fixée à 150 fr., et peut-être même 162,50 pour une livre.

Mais il y avait un écueil, autrement dangereux. La dévaluation du franc tenait non pas à des causes économiques et spécifiquement budgétaires mais à la fuite des capitaux. Or si les crédits extérieurs pouvaient résoudre les problèmes immédiats de la stabilisation de fait puis de droit elle ne réglait pas définitivement la question monétaire, car la stabilisation risquait d'être mise en cause par ces deux incon-
nues : d'une part, le montant des capitaux français à l'étranger, d'autre part l'attitude éventuelle de leurs détenteurs. Dans quelle proportion ces capitaux resteraient-ils investis hors de France et entreraient-ils dans la masse des crédits ouverts ? Dans quelle mesure et à quelle cadence seraient-ils rapatriés ? c'est le domaine pur de l'hypothèse. Passons cependant dans celui des probabilités et fixons ces rapatriements à 50 % des 42 milliards de devises achetées par la Banque de France, majorés de 20 % pour tenir compte du taux plus bas envisagé pour la stabilisation; c'est 25 milliards de francs qui seraient venus s'incorporer de nouveau dans l'économie nationale.

L'expérience a montré qu'ils ne constituaient pas un enrichissement et que l'organisme économique n'en avait absorbé qu'une faible partie. Quelles pouvaient être les

répercussions de cette rentrée de capitaux sur la tenue de la monnaie et sur les divers indices de la production et des échanges ? Croit-on vraiment que l'Etat aurait pu rester passif en présence d'un marché engorgé ? Nous ne le pensons pas et il aurait été dans l'obligation absolue d'intervenir au moyen d'emprunts de déflation. Il n'est sans doute pas excessif d'évaluer à 15 milliards les disponibilités flottantes qu'il aurait dû ainsi éponger.

Dans ces matières, nous en convenons, l'expérimentation est seule juge mais cette hypothèse ne semble pas tellement utopique et il est même difficile d'affirmer qu'elle n'aurait pas été largement dépassée par la réalité.

Il resterait que la méthode adoptée pour l'approvisionnement en devises aurait accru la dette intérieure de 12 milliards au maximum, et imposé ainsi une charge supplémentaire, déduction faite de celle des crédits extérieurs, de 25 milliards environ, 450 millions versés pendant 75 ans à des capitalistes, français pour la plupart et non pas étrangers, fait important à souligner. Dans ces conditions il semble osé d'affirmer qu'un redressement opéré en pleine indépendance politique et économique a été payé d'un tribut trop lourd.

Pour en terminer avec cette incidente un peu longue qu'il nous soit permis de rapprocher le chiffre de 27 milliards investis sous forme de bons ou d'argent frais, de décembre 1926 à juin 1928, du montant des déficits du budget et de la Trésorerie en 1924, 1925 et pendant le premier semestre de 1926.

Déficit du Budget de 1924	3000 millions	
— 1925	1200	—

Déficit de la Trésorerie :

Bons de la Défense Nationale (1925) .	10936	—
Remb. de Bons du Trésor (1925)	7352	—
— (1926)	3332	—

25820

Nous n'en tirerons pas de conclusion puisque aussi bien nous avons déjà insisté sur les erreurs et les fautes des dirigeants et sur la désertion devant l'impôt mais nous pose-

rons une question. Les développements ci-dessus démontrent assez que la matière imposable s'était développée en largeur et en profondeur et cela bien avant août 1926. Comment les pouvoirs publics l'ont ils ignoré et s'ils l'ont ignoré on est en droit de se demander à quoi peuvent bien servir les statistiques nombreuses établies par les diverses administrations sur les phénomènes de la production, de la circulation et des mutations de richesses.

Annuités délivrées en paiement des dommages de guerre.

La dette amortissable a augmenté, disions-nous, de 56 milliards dont 25 milliards sous forme de consolidations, 27 milliards $1/2$ en argent frais. Le complément est fourni par le capital des annuités trentenaires et décennales remises aux sinistrés en paiement des dommages de guerre; le capital des premières a augmenté de 2200 millions, et celui des secondes de 1800 millions. Ces paiements étaient assurés par un mécanisme que nous rappellerons succinctement.

Au lendemain de la guerre, la détresse des finances publiques interdisait à l'Etat de consacrer immédiatement les sommes nécessaires à la restauration des régions libérées.

Comme la tâche était urgente, on a autorisé les sinistrés et les groupements des sinistrés à placer directement dans le public des emprunts, remboursables d'après un plan d'amortissement et gagés sur les annuités versées par l'Etat. Ces modalités de paiement ont été instituées par les articles 155 à 159 de la loi du 31 juillet 1920, l'article 159 réservant au Parlement le droit de fixer dans la loi de finances le montant maximum des engagements que le Ministre des Finances pouvait prendre pendant l'exercice.

Les annuités étaient soit trentenaires, soit sexennales, mais ces dernières pesaient sur la Trésorerie. Aussi, pour la dégager, les lois des 28 février 1925 et 27 février 1926 ont prévu l'émission pour une partie du règlement des capitaux d'obligations décennales inaliénables et portant intérêt à 6 %. Depuis cette date, les obligations sexennales sont réservées au paiement des intérêts.

Un nouveau mode de paiement a été institué par l'arti-

de la loi du 20 juin 1928¹ dont ci-dessous le texte :
 « Par dérogation à l'article 19 de la loi du 27 février 1926, et à partir de la promulgation de la présente loi, les titres amortissables par semestre, que le Ministre des Finances est autorisé à délivrer pour le paiement en capital des indemnités de dommages de guerre en application des articles 19 et 20 de ladite loi, seront capitalisés au taux annuel de 5 %. Ces titres seront aliénables et amortissables en quinze ans. »

L'augmentation du volume de la dette amortissable par l'émission de ces diverses catégories de titres est retracée dans le tableau ci-dessous :

En millions de francs.

	31 juillet 1926	30 juin 1928	31 mars 1930
Annuités trentenaires	11.256	13.040	14.133
Annuités décennales	151	2.382	2.314
Annuités sexennales (type 1925)	3.004	3.407	3.600
Titres amortissables en 15 ans	»	»	802
Totaux	14.411	18.829	20.849

Il faut noter d'ailleurs avec M. Palmade² qu'il s'agit simplement d'un accroissement de la dette comptable. La créance du sinistre existait déjà et l'émission du titre n'est qu'un mode de constatation et de règlement.

Emprunts Remboursables par Annuités Terminables³.

1° Crédit agricole.

Les emprunts amortissables émis de décembre 1926 à juin 1928, les titres remis aux sinistrés en représentation de leurs dommages de guerre ne représentent pas toute la dette amortissable.

Une nouvelle forme s'est développée depuis la guerre

1. J. O., 1^{er} juillet 1928.

2. Rapport sur le budget du Ministère des Finances pour l'exercice 1929.

3. Voir sur ces questions l'ouvrage de M. Gaston Jèze déjà cité.

pour les dépenses d'ordre économique et social : crédit agricole, distribution de l'énergie électrique dans les campagnes, constructions d'habitations à bon marché. Ces emprunts contractés auprès de la Caisse des dépôts et consignations et de la Caisse Nationale des retraites pour la vieillesse sont remboursables au moyen d'annuités terminables inscrites tous les ans au budget de l'Etat.

La première application en a été faite en 1920. Au lendemain de la guerre, le redressement de l'agriculture dont la production était particulièrement déficitaire s'imposait impérieusement. Une situation financière obérée ne permettait pas à la collectivité d'y contribuer, dans toute la mesure désirable et nécessaire. C'est alors qu'est intervenue la loi du 5 août 1920¹ qui avait pour objet de créer un Office national, des caisses régionales et locales de crédit agricole, de donner un statut juridique à ces institutions, enfin d'organiser les opérations de crédit et les modalités du concours du budget.

La participation de l'Etat qui avait été déterminée par les articles 26 et suivants a été étendue par diverses dispositions législatives dont l'article 108 de la loi de finances de 1927. Une des plus récentes, la loi du 15 juillet 1928² est relative aux avances pour prêts à moyen terme d'une durée maximum de dix ans (art. 1^{er}). L'article 2 fixe à 3 % au maximum le taux des avances de l'Etat et l'article 3 ci-après, le chiffre de ces avances et les modalités d'emprunts.

« Le total des avances pouvant être consenties par l'Etat à la Caisse Nationale de Crédit Agricole, en vertu de la présente loi, est fixé à 500 millions de francs.

« Le Ministre des Finances est autorisé à se procurer les fonds nécessaires au moyen d'avances qui pourront être faites au Trésor par la Caisse des dépôts et consignations.

« Ces avances amortissables dans un délai de 10 ans au maximum seront représentées par des titres d'annuités dont les intérêts seront réglés trimestriellement au taux moyen, diminué de 0 fr. 50 %, du revenu ressortant de

1. J. O., 7 août.

2. J. O., 18 juillet 1928.

l'ensemble des placements de fonds effectués par la Caisse des dépôts et consignations pour son propre compte et pour le compte de la Caisse Nationale des retraites pour la vieillesse, de la Caisse Nationale d'assurance en cas de décès, de la Caisse Nationale d'épargne et des caisses d'épargne ordinaires pendant le trimestre précédant la réalisation des prêts, à l'exception des emplois à court terme.

Les annuités prévues au paragraphe précédent seront inscrites dans la première partie du budget du ministère des Finances et sous la rubrique : « Dettes remboursables par annuités. »

L'article 4 stipule que chaque année la loi de finances déterminera le montant maximum des avances que le Ministre des Finances est autorisé à se procurer ainsi.

Au 31 mars 1930, le capital nominal de ces annuités s'élevait à 272 289.391 frs et les crédits de service pour cet exercice à 43.000.000 de francs dont 26.506.143 affectés à l'amortissement; l'intérêt est calculé au taux de 5,50 % (article 3 de la loi du 15 juillet 1928.)

L'article 3 de la loi du 4 août 1929 a autorisé également le Ministre des Finances à se procurer auprès de la Caisse des dépôts et consignations les fonds nécessaires en vue de consentir 250.000.000 de prêts agricoles à long terme.

Le crédit nécessité par le service des annuités s'est élevé à 4.500.000 millions pour l'exercice 1929-1930 et le capital nominal était de 60.997.000 francs au 31 mars 1930.

2° Avances pour la distribution de l'énergie électrique dans les campagnes.

Le même procédé a été adopté pour la création des réseaux électriques ruraux et consacré par la loi du 2 août 1923. En vertu de l'article 1^{er}, l'Etat peut mettre à la disposition de l'Office national de crédit agricole des avances destinées à permettre à cet établissement d'accorder des prêts spéciaux dont la durée ne dépasse pas 40 ans, aux départements, aux syndicats de communes, aux communes, aux associations syndicales libres ou autorisées, aux sociétés coopératives ou aux sociétés d'intérêt col-

lectif agricole qui ont pour objet l'établissement ou l'exploitation de réseaux ruraux d'électricité. »

Le taux des avances faites par l'Etat à l'Office et par ce dernier aux collectivités est fixé respectivement à 2,80 et 3 % au maximum.

Le total des avances que l'Etat peut consentir à l'Office National du Crédit agricole ne doit pas dépasser 600 millions (alinéa 1^{er} de l'article 4).

Les paragraphes suivants de cet article fixent les modalités des emprunts de l'Etat auprès de la Caisse des dépôts et consignations; ils sont la reproduction de l'article 3 de la loi du 15 juillet 1928 avec cette différence que le taux des intérêts est plus élevé et établi sur la base du revenu des placements de fonds effectués par la Caisse des dépôts et consignations, à l'exception des emplois à court terme.

Le 31 mars 1930, le capital nominal de ces annuités était de 174 millions.

Le crédit nécessaire pour faire face au service de cette dette est de 22 millions — l'intérêt étant calculé sur la base de 5,50 % ; — sur cette somme la charge d'amortissement absorbe 1.650.000 francs

3° Réalisation d'un programme de construction à bon marché.

Une première loi a été votée en 1922¹ pour assurer le concours de l'Etat 1° aux offices publics, aux sociétés et aux fondateurs d'habitations à bon marché; 2° aux Sociétés de Crédit immobilier.

Le montant total des avances que l'Etat a été ainsi autorisé à consentir et fixé d'abord à 500 et 200 millions pour chacun des bénéficiaires respectifs a été augmenté par des lois successives.

Les articles 23 et 28 de la loi du 5 décembre 1922 ont autorisé le Ministre des Finances à se procurer des fonds, dans les limites du crédit ouvert chaque année, au moyen d'avances qui pourront être faites au Trésor par la Caisse des dépôts et consignations...pour les prêts aux offices d'habitations à bon marché et par la Caisse Nationale des re-

1. Loi du 5 décembre 1922.

traites pour la vieillesse pour les prêts aux sociétés de crédit immobilier.

Ces avances seront représentées par des titres d'annuités dont les intérêts seront réglés trimestriellement au taux moyen du revenu ressortant de l'ensemble des placements de fonds effectués par ladite Caisse pendant l'année précédant les réalisations des avances, à l'exception des emplois à court terme. Les prêts aux sociétés sont effectués, pour le compte de l'Etat, respectivement par la Caisse des dépôts et consignations (Offices d'Habitations à Bon marché) et par la Caisse nationale des retraites (Sociétés de Crédit immobilier), sur la désignation d'une commission spéciale.

L'application de cette loi et des lois postérieures n'avait pas remédié à la crise du logement. La construction d'immeubles, notamment dans les grands centres, était contrariée par les prix de revient; elle s'imposait, cependant, dans l'intérêt de la paix sociale, en raison du retour progressif au droit commun en matière de loyers. Le Gouvernement a alors établi un programme et fait voter une loi¹ en vue de la construction, de 1928 à 1933, d'habitations à bon marché et de logements à loyers moyens.

Le taux des prêts a été fixé à 2% (art. 3) et le montant des avances consenties par l'Etat porté à :

1° 1.142.506.000 frs pour la première catégorie de bénéficiaires de la loi de 1922;

2° 1.222.244.950 frs pour la seconde catégorie (Sociétés de crédit immobilier), ce montant devant être augmenté de 140 et 310 millions respectivement pour les exercices 1930 à 1933. Une dérogation a été apportée aux articles 23 et 28 de la loi du 5 décembre 1922 en ce qui concerne les intérêts qui « seront réglés trimestriellement au taux moyen du revenu ressortant de l'ensemble des placements de fonds pendant le trimestre — et non l'année — précédant la réalisation des prêts, à l'exception des emplois à court terme. »

Le capital nominal correspondant aux titres d'annuités remis en représentation des avances s'élevait à 1.753 millions au 31 décembre 1929 ainsi répartis :

1. Loi du 13 juillet 1928, *J. O.*, 17 juillet.

Habitations à bon marché 740 millions

Crédit immobilier 1.013 —

Voici la décomposition de la charge du service de cette dette, le taux de l'intérêt étant approximativement de 5, 50 %.

	<i>Habitations à bon marché</i>	<i>Crédit immobilier</i>	<i>Total</i>
Amortissement	18.920.800	50.516.900	69.437.700
Intérêts	78.667.053	88.830.354	167.497.407
Total	97.587.853	139.347.254	236.935.107

La dette contractée pour l'exécution du programme des habitations à bon marché est appelée à se développer encore.

Une autre source d'endettement provisoire de l'Etat a été créée par les articles 142 et 143 de la loi de finances du 30 décembre 1928¹, relatifs aux avances pour l'entretien des routes et les travaux d'adduction d'eau potable.

Art. 142. — Une avance de 500 millions pourra être consentie par l'Etat aux départements au cours des cinq années 1929 à 1933, et dans la limite d'un maximum annuel de 100 millions de francs pour leur permettre d'aider les communes :

1° A restaurer leurs chemins vicinaux ordinaires et leurs chemins ruraux;

2° A effectuer des travaux d'adduction d'eau potable.

Art. 143. — Le taux des avances sera fixé chaque année à la moitié du taux du revenu annuel donné par la rente perpétuelle française comportant l'intérêt nominal le plus élevé, d'après le cours moyen de cette rente pendant l'année précédente, sans pouvoir dépasser 3 %.

Les départements rembourseront les avances à eux consenties au moyen de semestrialités constantes dans un délai maximum de vingt-cinq ans. Le montant de chacun de ces versements sera majoré à partir du jour de l'échéance et sans mise en demeure spéciale préalable, d'intérêts de retard calculés au taux de 6 %.

1. *J. O.*, 31 décembre 1928.

Le ministre des finances est autorisé à se procurer les fonds nécessaires à l'octroi des avances susvisées au moyen de prêts qui seront consentis au Trésor par la Caisse des dépôts et consignations, soit sur les fonds de ses comptes propres, soit sur ceux des caisses dont elle a la gestion. Ces prêts, amortissables dans un délai maximum de vingt-cinq ans, seront représentés par des titres d'annuités dont les intérêts seront réglés trimestriellement au taux moyen du du revenu ressortant de l'ensemble des placements de fonds effectués par la Caisse des dépôts et consignations pour son propre compte et pour le compte de la caisse nationale des retraites pour la vieillesse, de la caisse nationale d'assurance en cas de décès, de la caisse nationale d'épargne et des caisses d'épargne ordinaires, à l'exception des emplois à court terme, pendant le trimestre précédant la réalisation des prêts.

Sur la base des avances réalisées en 1929 et 1930, près de 300 millions, la charge budgétaire, amortissement et intérêts s'élève à 9 millions environ.

La réfection et le développement de l'outillage national, ports et chemins de fer ont ouvert pendant ces dix dernières années de nouveaux chapitres de la dette amortissable.

C'est d'abord l'article 87 de la loi de finances du 30 avril 1921 autorisant l'Etat à se faire consentir des avances par les Chambres de Commerce et autres collectivités intéressées, en vue des travaux d'amélioration et d'extension des ports maritimes.

Le capital nominal correspondant aux annuités pour le service du remboursement de ces avances était de 105.376.818 fr. au 31 mars 1930.

C'est ensuite la convention du 28 juin 1921 approuvée par la loi du 29 octobre 1921 qui a mis à la charge de l'Etat des annuités diverses à verser aux Compagnies de chemins de fer, notamment pour la construction de lignes nouvelles et la couverture des insuffisances d'exploitation de 1921 à 1926.

Le capital nominal était de 500 millions approximativement au 31 mars 1930.

Le compartiment de la dette amortissable s'est encore accru d'un capital nominal de 5.500 millions environ.

Il s'agit en premier lieu des bons du Trésor à 3 et 5 ans rachetés en bourse par la Caisse des dépôts et consignations. Cet établissement a accepté, au lieu du remboursement en espèces, obligatoire en septembre 1927, un remboursement en 25 annuités terminables.

La valeur nominale de ces titres était de 571.896.500 fr. et la valeur de remboursement de 580.474.947 fr. (507 fr. 50 par titre de 500 fr.).

Le montant de chaque annuité ressort à 62.426.400 fr. Le capital nominal s'élevait au 31 mars 1930 à 564 millions $1\frac{1}{2}$.

Il s'agit enfin de la prise en charge par la Caisse autonome, des bons du Trésor escomptés par la Banque de France pour avances de l'Etat à des gouvernements étrangers, en vertu de la convention du 23 juin 1928 que nous retrouverons plus loin.

Le montant de ces bons qui était de 5.930 millions à l'origine s'élevait à 5.395 millions le 31 mars 1930.

L'annuité budgétaire fixée à 57 millions en 1929 a été ramenée à 52 millions pour l'exercice 1930.

Il nous reste à examiner la Trésorerie mais comme la politique pratiquée en cette matière a donné lieu depuis 1926 à un enrichissement nous allons dresser dès maintenant le bilan de la dette publique intérieure en conclusion des développements précédents.

L'augmentation globale et l'aménagement en sont retracés dans le tableau ci-après.

L'augmentation n'appelle pas de commentaires qui n'aient été déjà présentés en ce qui concerne notamment les conditions déplorables de certains emprunts mais il nous paraît intéressant de noter d'un trait les variations des divers postes, entre les dates extrêmes.

On sait la prédilection des capitalistes pour l'emprunt en perpétuel qui se conjugait avec l'aversion de la plupart des Ministres des Finances à l'endroit de la dette amortissable. Il en était résulté qu'en 1913 la dette perpétuelle représentait 78 % de la dette totale; la proportion est

<i>En millions de francs.</i>			
<i>Désignation des natures de dette</i>	<i>31 déc. 1919</i>	<i>31 mars 1926</i>	<i>31 mars 1930</i>
I. Dette perpétuelle et à terme :			
1 Ministère des Finances ..	92.893	151.109	219.678
2 Autres Ministères	4.860	12.788	8.422
II. Dette à court terme	913	39.910	17.403
III. Dette flottante :			
1 Dette portant intérêt	76.488	89.291	30.847
2 Dette ne portant pas in- térêt	949	4.143	3.523
Totaux	176.103	297.241	279.873 ¹

tombée à 50 % en décembre 1919 à 48 % en mars 1926, à 44 % en mars 1930..

Pendant la même période la dette amortissable est passée à 105 milliards, soit 37 % contre 7 % en 1919 et 12 % en 1913. Ce résultat est d'autant plus heureux pour l'avenir que la politique d'amortissement pratiquée par la Caisse autonome en application de l'article 96 de la loi de finances du 31 décembre 1928 risque fort d'être compromise avant peu d'années.

Cette augmentation du chiffre de ce compartiment de la dette publique, 60 milliards de juillet 1926 à mars 1930, traduit l'effort d'aménagement qui a réduit progressivement le volume de la dette flottante et de la dette à court terme.

Celle-ci avait pris un développement considérable après la guerre et avait atteint son point culminant, 45 milliards, en 1925.

Les consolidations et les conversions opérées en 1927 et 1928 ont dégonflé ce poste, ramené à 17 milliards.

Une réduction encore plus importante a été opérée sur la dette flottante qui ne représente plus que 12 % du chiffre global contre 42 % en 1919 et 37 % en 1926. En résumé toute la partie dangereuse de la dette a été transformée en dette amortissable et les finances publiques

1. Ce chiffre qui servira de base à nos développements ultérieurs devrait même être ramené à 265 milliards environ pour tenir compte des avoirs du Trésor et du compte créditeur de la Caisse Autonome.

ont retrouvé, de ce fait, une sécurité qu'elles n'avaient pas connue depuis 15 ans.

Le tableau ci-dessous retrace les variations des postes de la dette publique et les pourcentages harmonieusement établis par une technique couronnée de succès :

	1913	1919	1926	1930
Dette perpétuelle	78 %	50 %	48 %	43,75 %
Dette amortissable ..	12 %	7 %	7 %	37,50 %
Dette à très court terme	3 %	0,6 %	13,3 %	6,25 %
Dette flottante	7 %	42,4 %	31,6 %	12,50 %

S'il est intéressant de chiffrer le volume de la dette, il est un autre élément d'intérêt actuel, nous voulons parler de la charge supportée à ce titre par le contribuable.

Elle est impressionnante ainsi que le montre le tableau ci-dessous en ce qui concerne l'exercice 1930 :

Intérêts budgétaires et extrabudgétaires	13.000 millions
Amortissements budgétaires et extrabudgétaires	8.600 —
Total	21.600 —

Si on y ajoute les 9 milliards nécessités par le service de la dette viagère, c'est un total de près de 31 milliards.

Ce chiffre qui représente 62 % du budget de l'Etat 50.400 millions pour 1930, donne la mesure des conséquences financières de la guerre.

LA FISCALITÉ.

On est en droit de se demander comment les Gouvernements sont parvenus à prélever un pareil tribut sur le revenu national. Ils ne l'ont fait ni de leur plein gré, ni en pleine liberté d'action ni selon un plan rationnel et méthodique; ce sont les événements qui en diverses circonstances de cette période agitée ont imposé une fiscalité « excessive et échevelée » pour reprendre une expression de M. Joseph Caillaux, fiscalité dont on ne saurait affirmer qu'elle a fait une répartition équitable des charges de la guerre.

Des grandes lois portant création de nouvelles ressources seule peut être celle de 1920 relative au chiffre d'affaires

a été discutée en pleine indépendance. Les autres, qu'il s'agisse de la loi du 22 mars 1924, de celle du 5 décembre 1925, du 4 avril 1926, enfin des lois d'août 1926, n'ont été discutées que sous la menace des changes ou du désarroi de la Trésorerie.

M. Poincaré n'a pas hésité à le reconnaître; il l'a affirmé publiquement et voici ce qu'il écrivait dans la *Nacion de Buenos-Aires* du 13 octobre 1929 : « Certainement, je n'ai pas la prétention d'avoir trouvé dans les circonstances dangereuses où j'ai pris le pouvoir des solutions idéales. J'allais au plus urgent : je bouchais des trous de la carcasse d'un navire qui coulait. » Et M. Henry Chéron dont la modération est bien connue pouvait dire dans le rapport sur le budget général de 1927 : « Nous disions déjà le 3 août (1926), en votant la loi fiscale, qu'en ce qui concerne les droits successoraux les fortunes supérieures à 25.000 fr. et les fortunes moyennes en ligne directe se trouveraient plus lourdement frappées, tandis que toutes les grosses tranches, surtout entre étrangers, allaient être diminuées d'une façon notable et nous observions encore que les modifications apportées à la législation en vigueur sur la taxe de transmission auraient pour conséquence de favoriser, par rapport aux titres nominatifs, les titres au porteur et, dans cette dernière catégorie d'avantager surtout ceux qui se capitalisent à un taux très faible, c'est-à-dire les valeurs de spéculation.

D'autre part, en consacrant à titre permanent la charge considérable que la loi du 4 décembre 1925 n'avait imposée qu'à titre exceptionnel à l'ensemble des valeurs mobilières, la loi du 3 août n'a-t-elle pas infligé à l'épargne des charges si lourdes qu'elles risquent de la décourager ? Et ne faisons-nous pas déjà la cruelle expérience du fléchissement de notre richesse mobilière, ce trésor péniblement amassé et sur lequel, dans la période difficile que nous avons traversée, le pays a vécu ?...

Pour favoriser le rapatriement des capitaux, la loi du 3 août 1926 a réduit de moitié le taux de l'impôt général sur le revenu. Ce taux était évidemment excessif. Il comportait des corrections que la Commission des finances du

Sénat avait elle-même reconnues nécessaires. Mais, s'agissant d'un impôt qui ne frappe que le revenu net, c'est-à-dire les facultés réelles du contribuable, n'est-on pas allé trop loin dans la voie du dégrèvement ? La comparaison entre ce dégrèvement et l'aggravation des impôts cédulaires qui, eux, ne tiennent pas compte de la déduction des charges, ne justifiera-t-elle pas certaines comparaisons et certaines critiques ? »

C'est toute la question de la justice fiscale dont la valeur abstraite, morale n'échappe à personne mais que la discussion sur les vertus économiques et sociales des impôts directs et indirects n'est pas près de réaliser.

Sans entrer dans ce débat, toujours ouvert, nous dirons notre sentiment sur les répercussions des impôts sur le coût de la vie. On n'attribue d'ordinaire cette incidence qu'aux seuls impôts indirects. Erreur profonde; rien n'empêche, même pas la concurrence, un commerçant, un industriel d'incorporer dans ses prix de vente ou de revient non seulement ses frais généraux mais tous ses impôts; et il n'est pas jusqu'à l'impôt cédulaire sur les coupons que les grandes sociétés anonymes ne puissent mettre au compte du consommateur. Il ne resterait alors comme seuls impôts directs, au sens le plus strict du mot, que les taxes de succession, une large part de l'impôt général sur le revenu certains impôts cédulaires dont ceux des traitements et salaires.

C'est dire qu'il est difficile de tenir la balance égale et de rétablir l'équilibre autrement que par la progressivité de l'impôt, en matière de successions notamment, progressivité que M. Poincaré¹ défendait ainsi sous l'aspiration d'un noble sentiment démocratique:

« Il y a trente-quatre ans, Messieurs — je vous demande pardon d'évoquer des souvenirs aussi lointains — il y a trente-quatre ans, étant déjà à cette tribune, et déjà ministre des finances, je soutenais pour la première fois, je crois, au nom d'un Gouvernement, l'idée de la progression dans

1. Extrait du discours prononcé à la Chambre des députés (2^e séance du 3 février 1928).

l'impôt sur les successions, progression dont j'avais pris l'initiative au risque, du reste, d'être un peu malmené de tous les côtés de la Chambre.

Je la soutenais pour les raisons suivantes, qui sont encore bonnes aujourd'hui, elles n'ont pas trop vieilli :

« Comme personne ne peut nier que la proportionnalité, dans l'ensemble de notre régime fiscal, soit faussée par la présence des taxes de consommation, je prétends que ce serait véritablement une bien mauvaise querelle à soulever que de soutenir que le législateur n'a pas le droit de rectifier la proportionnalité d'un côté après qu'il l'a faussée de l'autre. Ce serait un singulier privilège à faire aux impôts directs et ce serait aussi un dommage par trop inique à causer aux petits contribuables que de dire qu'on a le droit de détruire la proportionnalité de l'impôt par les taxes indirectes et qu'on n'a pas le droit de la rétablir par une certaine progression établie dans une autre catégorie d'impôts.

Voilà ce que je disais en 1894, comme Ministre des Finances. Douze ans plus tard, en 1906, revenu au même ministère et remonté, quoique sénateur, à la même tribune de la Chambre, je restais fidèle aux même idées. Soutenant devant la Chambre la suppression des quatre contributions sur signes extérieurs et leur remplacement par un système d'impôts cédulaires sur les revenus, j'invitais, du haut de cette tribune, la bourgeoisie intelligente et laborieuse à ne pas fermer l'oreille aux appels de la démocratie, à ne pas se draper dans je ne sais quelle sombre indifférence, lorsqu'on réclamait sa collaboration à une œuvre de justice et de progrès social.

Et je pourrais répéter aujourd'hui sans y rien changer les paroles que je prononçais alors :

« Cette bourgeoisie française disais-je, qui a fondé la République et qui l'a su défendre aux heures de péril tiendra certainement à honneur d'offrir spontanément une main fraternelle au peuple qui s'élève et comprendra, j'en suis convaincu, que ses intérêts légitimes n'auront jamais à souffrir des légers sacrifices qu'elle pourra faire à la paix publique et à l'esprit de solidarité. »

On ne saurait trop souscrire à de tels principes, puisés dans cet idéal de justice que l'homme se doit de poursuivre à travers le matérialisme de notre époque mais les tourmentes d'après-guerre n'étaient pas un terrain favorable.

Il en est sorti cette fiscalité hybride, échevelée dont nous parlions plus haut et dont le moindre défaut n'est pas la complexité et la multitude des textes. Et sans vouloir nous élever au rang des conseillers qu'il nous soit permis d'attirer l'attention sur ce fait que dans un budget de 50 milliards, 150 millions sont fournis par 25 ou 30 taxes diverses, d'un produit annuel de quelques milliers de francs à 25 millions; dans un esprit de simplification administrative ne serait-il vraiment pas possible de les condamner et d'élaguer ainsi l'arbre fiscal déjà si touffu ?

Il resterait encore assez de textes pour atteindre les diverses formes de l'activité et de la richesse et, les dominant toutes, ces deux grandes assises de l'édifice, la taxe sur le chiffre d'affaires et les impôts cédulaires et général sur le revenu, se complétant, s'équilibrant et dont voici le rendement en 1930 : 9.900 millions pour la première, 7.500 millions pour les seconds, 34 % des recettes. Et pour conclure nous dirons un mot de la fraude fiscale.

La fraude, mais elle est le cauchemar des Ministres des Finances et elle est pratiquée plus particulièrement dans la déclaration des revenus.

Cette déclaration suppose d'abord la bonne foi et aussi une certaine conscience de la solidarité sociale, nationale; mais ces qualités sont contrariées par des éléments divers qui tiennent à la fois de la psychologie et de la technique des impôts.

Il y a d'abord, à la base de la fraude qui nous intéresse, cet esprit indépendant et frondeur du Français qui lui rend insupportable la contrainte et légitime une certaine insubordination; il y a peut-être aussi une sorte de crainte d'être plus honnête que le voisin et d'être rangé parmi ceux qu'on a qualifiés du nom d'un fruit rappelant les caricatures de Louis-Philippe.

Et naturellement il y a l'intérêt et le désir, trop humain, de se soustraire aux charges de la collectivité.

Il y a enfin, dans certaines circonstances, le taux excessif de l'impôt qui est une prime à la fraude et fait, selon une expression typique, que l'impôt se dévore lui-même.

Quels qu'en soient les mobiles, la fraude existe et quelques chiffres vont permettre de la mesurer, en ce qui concerne l'impôt sur le revenu :

Déclarations de 1928.

423.998 contribuables ont déclaré de	20 à	30.000 fr.
223.324 —	30 à	50.000 fr.
102.138 —	50 à	100.000 fr.
34.526 —	100 à	200.000 fr.
8.356 —	200 à	300.000 fr.
5.182 —	300 à	500.000 fr.
2.420 —	500 à	1.000.000 fr.
742 —		plus d'un million

En 1929, 57 milliards ont été déclarés contre 24 en 1922; entre ces deux exercices le chiffre des salaires déclarés est passé de 9 à 52 milliards, et celui des bénéfices commerciaux de 9 à 28 milliards.

Voici encore des renseignements suggestifs donnés par M. Henry Chéron, ministre des Finances¹ :

56.014 commerçants et industriels, y compris les grandes sociétés déclarent réaliser un bénéfice supérieur à 50.000 fr.

195.320 commerçants et industriels déclarent gagner moins de 800 francs par an.

Quant aux professions libérales qui sont l'apanage de la classe éclairée, de la bourgeoisie moyenne qui peut et qui doit jouer un rôle dans la gestion des affaires publiques, elles ne fournissent qu'un chiffre relativement modeste; quelques milliers à peine de contribuables — 7.800 !! en 1929 — ont déclaré un revenu supérieur à 50.000 francs.

La fraude est donc patente, mais où sont les remèdes ? Les valeurs mobilières sont frappées à la base mais si elles payent l'impôt cédulaire dans quelle mesure cotisent-elles

1. 2^e séance du 17 février 1920, Chambre, débats, J. O. 18 février.

à l'impôt général ? Si un contrôle est projeté ou mis à exécution c'est la fuite de la matière imposable; il est inutile, à cet égard, de rappeler le sort du carnet de coupons et cette levée de boucliers qui nous remet en mémoire ce jugement d'Anatole France dans *L'Orme du Mail*.

« Tant que l'Etat se contente des ressources que lui fournissent les pauvres, tant qu'il a assez des subsides que lui assurent ceux qui travaillent de leurs mains, il vit heureux, tranquille, honoré. Les économistes et les financiers se plaisent à reconnaître sa probité.

« Mais dès que, pressé par le besoin, il fait mine de demander de l'argent à ceux qui en ont et de tirer des riches quelque faible contribution, on lui fait sentir qu'il commet un odieux attentat, viole tous les droits, manque de respect à la chose sacrée. On ne lui cache pas qu'il se déshonore.

« Et il tombe sous le mépris sincère des bons citoyens. »

Les salaires échappent difficilement à l'impôt, car ils sont l'objet de la déclaration de l'employeur dont la responsabilité est engagée.

Restent les bénéficiaires industriels et commerciaux et la cédule des professions non commerciales. Ici pas de « stoppage » possible à la base, tout au moins dans les conditions où il est appliqué pour les valeurs mobilières. Cependant le fisc n'est pas resté inactif et il a corrigé les insuffisances présumées des déclarations par le jeu de taux appropriés et les déductions pour charges de famille. Il est arrivé d'ailleurs à une approximation assez heureuse; M. Gaël Fain, avec une indignation que nous ne saurions partager intégralement, donne des exemples de l'application de ces tarifs différentiels¹. Pour un gain ou salaire de 40.000 francs, un contribuable marié et père de deux enfants, acquitte un impôt de 2,6 %, 5,1 %, 11,1 % selon qu'il est salarié, commerçant ou industriel ou qu'il exerce une profession non commerciale (nous laissons volontairement de côté l'exemple du propriétaire de 40.000 fr. de rentes qui nous entraînerait dans une discussion sur la valeur économique et

1. *L'Information financière*, 27 octobre 1929.

sociale du capital et du travail et sur les exonérations fiscales dont bénéficient les rentes d'Etat).

Mais si le législateur a remédié à la fraude en ce qui concerne les impôts cédulaires il est à peu près désarmé lorsqu'il s'agit de l'impôt général. Or ici encore elle est flagrante : 57 milliards déclarés en 1929 dont environ 30 milliards pour les salaires; ces chiffres se passent de commentaires.

Comment peut-on obtenir plus de sincérité du contribuable et contrôler ses déclarations. Le premier objectif est l'œuvre du temps — disons pour être juste qu'il y a déjà beaucoup travaillé — secondée par l'éducation civique de la masse et surtout par une gestion sévère des finances publiques.

Quant au contrôle il est à la fois dangereux et illusoire, sinon faux. Dangereux pour l'économie nationale tant que n'existera pas une réglementation internationale, parce qu'il peut provoquer une évasion de capitaux,

Illusoire parce qu'il ne peut être basé que sur les signes extérieurs dont les indications, il ne faut pas se le dissimuler, peuvent conduire à des erreurs que nous qualifierons de géométriques. Lorsqu'on envisage le train de vie, il faut, en effet, tenir compte de la variété des tempéraments et des goûts. Prenons par exemple le chiffre du loyer, même en le corrigeant des inégalités suscitées par les lois d'exception. Mais de deux individus, l'un consacrera aux plaisirs matériels ou intellectuels et même aux deux, les sommes que l'autre consacre au confort de son home; va-t-on imposer à celui-ci, dont le loyer est double, une rectification de sa déclaration ? C'est bien délicat. En tout cas cet indice ne pourrait pas jouer isolément et il devrait être conjugué avec quelques autres (propriété de plaisance domesticité, etc.); il en est un pour lequel nous aurions quelque préférence parce que fournissant des renseignements à l'administration sans inquisition d'aucune sorte, c'est la possession d'une automobile.

A cet égard les statistiques sont instructives. Il circule en France environ 1 million d'automobiles dont 170.000 pour le seul département de la Seine. Ces chiffres appellent deux observations. Si nous prenons les déclarations des revenus

de 1928 nous constatons qu'il circule plus d'automobiles qu'il n'y a de contribuables ayant un revenu supérieur à 20.000 francs. Considérons maintenant la circulation des automobiles dans le département de la Seine : 170.000. Pour un parcours moyen de 150 kilomètres par semaine, la dépense annuelle y compris l'amortissement peut être fixée à 10.000 francs; il ne semble pas excessif, en ce qui concerne Paris et les agglomérations suburbaines, d'affirmer que ce chiffre représente entre le $1/5$ et le $1/6$ du revenu global de chaque automobiliste qui se chiffrerait à 55.000 fr. Or en face de ces 170.000 propriétaires d'automobiles du département de la Seine il n'y aurait *dans toute la France* que 160.000 contribuables ayant un revenu supérieur à 50.000 francs.

De quelque côté qu'on se tourne on trouve la fraude. Nous avons fait toutes réserves sur les moyens susceptibles de l'atteindre mais elle doit cependant être poursuivie non seulement pour augmenter les recettes mais encore et surtout parce qu'elle est contagieuse et démoralisante pour le contribuable consciencieux — il y en a, et même parmi les « gros ».

Après avoir dit les mérites et les lacunes inévitables de la législation sur l'impôt général sur le revenu nous ne voudrions pas terminer sans exprimer un vœu.

Avant et depuis leur institution, les impôts cédulaires et global dont on trouverait le germe dans telle formule de 1789, ont été l'objet des attaques les plus violentes et des résistances de toutes les classes sociales sans exception. Ils ont, à nos yeux, non seulement un intérêt fiscal mais encore le mérite de faire sentir aux individus les obligations de la vie en commun, de cette solidarité nationale qui, se développant à travers les générations et les luttes de l'histoire, impose des devoirs à côté des droits qu'elle confère.

Nous verrions alors avec une satisfaction légitime se développer cet impôt en surface et pas seulement en profondeur. La notion des charges de famille l'ayant pénétré profondément, apportant une compensation équitable au poids des taxes dites de consommation, qu'on diminue et

même qu'on supprime les exonérations à la base, quitte à faire varier les taux de façon à ne pas accabler les contribuables déjà taxés mais, qu'à l'exception des indigents, tout le monde soit imposé et que soit rétablie cette taxe qualifiée si justement un jour, de taxe civique.

LA TRÉSORERIE

Depuis août 1926 sa situation offre un contraste frappant avec la période précédente. Comme les peuples heureux le Trésor n'aurait pas eu d'histoire si on n'avait découvert un jour qu'il était riche à milliards et notre grand « Argentier » en quête non pas de fonds mais de placements.

C'est que l'application des lois fiscales, la création de la Caisse autonome l'ont rendu à son véritable rôle de rouage budgétaire. Il ne doit plus, comme hier, combler les déficits, il est de nouveau le banquier du budget, chargé d'assurer les dépenses, d'encaisser les recettes, de constituer enfin le fonds de roulement, le volant nécessaire à son exécution.

La Trésorerie a cependant dû accomplir une tâche énorme. Sans doute, la prise en charge des bons de la Défense nationale par la Caisse autonome lui a apporté, si on regarde vers le passé, un allègement appréciable mais il restait une masse considérable de dette à très court terme, et, au titre de la dette flottante, les avances de la Banque de France. En outre lorsque M. Poincaré a pris le pouvoir, la Trésorerie a dû assurer l'échéance de juillet et dans les semaines suivantes, celles de la dette extérieure; rappelons enfin qu'elle a joué un rôle important sur le marché monétaire en absorbant provisoirement les disponibilités surabondantes.

Nous examinerons successivement comment elle s'est acquittée de ces diverses attributions : échéance de juillet et de la dette extérieure, gestion des bons de la Défense nationale, des bons du Trésor et de la dette à vue et nous terminerons en traçant les étapes du remboursement des avances de la Banque de France.

1°. *L'échéance de juillet et de la dette extérieure ; bons de la Défense nationale.*

Le 24 juillet 1926 la marge des avances de la Banque de France s'élevait à un million seulement (rapport de M. Henri Chéron sur le budget général n° 656, Sénat 10 décembre 1926) : les Caisses de l'Etat avaient été vidées par les excédents des remboursements des bons de la Défense nationale sur les émissions — deux milliards en juillet — et il ne restait d'autres ressources qu'une nouvelle inflation ou la suspension des paiements. M. Poincaré a cependant paré à la situation par des moyens de fortune qui lui ont permis de doubler sans heurts un cap difficile ; nous les rappellerons brièvement, ayant déjà effleuré cette question à propos de l'achat des devises.

Une loi du 22 juillet (*J. O.* du 23 juillet) avait autorisé le ministre des Finances à passer avec le Gouverneur de la Banque de France une convention aux termes de laquelle il rétrocédait à cet établissement les devises détenues par le Trésor (art. I^{er}), le montant de la circulation devant être élevé d'une somme égale au produit de cette cession.

Cette convention intervenait le 24 juillet (*J. O.* du 8 août) et l'Etat cédait 30.840.836 dollars au prix de frs 30,18 l'unité, diminué de frs 5,18 dont il avait été crédité en exécution de la convention du 22 décembre 1924. Le dollar cotait environ 35 francs et on serait tenté de croire que le Trésor a fait une mauvaise opération. Ce serait une erreur : on ne doit pas en effet perdre de vue qu'il devait supporter les pertes subies éventuellement par la Banque de France à l'occasion de l'achat des devises et il ne faisait pas de doute que le dollar serait ramené sous peu à 30 francs et même à un cours inférieur. D'ailleurs l'article 3 de la Convention avait réservé les droits du Trésor en cas de réalisation de ces devises et celle-ci ne pouvait même être opérée à un cours inférieur à frs 30,18 sans l'assentiment du ministre des Finances.

Le produit de cette cession — 771 millions — et des avances spéciales de banques — 930 millions — ont couvert les dépenses de fin de mois.

D'ailleurs les esprits s'étaient ressaisis, le prestige du

président du Conseil, le vote rapide de mesures fiscales avaient ramené la confiance et une volonté unanime de coopérer au redressement des finances. C'est ainsi que les contribuables répondaient nombreux à l'appel lancé par le Gouvernement en vue du paiement anticipé des impôts; 405 millions étaient versés du 24 au 31 juillet, 874 millions en août, près de 600 millions pour le seul département de la Seine¹.

Nous ne reviendrons pas sur l'importance des recouvrements budgétaires du mois de septembre et des mois suivants ni sur les échéances extérieures, ces questions ayant été traitées au chapitre monétaire.

2° Les bons de la D. N. et du Trésor.

Le Ministre des Finances s'est préoccupé, en même temps que de l'équilibre du budget, de celui de la Trésorerie.

Avant la guerre ses ressources provenaient, on le sait, des avances des trésoriers-payeurs généraux, des dépôts obligatoires ou facultatifs de certains établissements publics, enfin des emprunts à court terme en bons du Trésor; ces titres, dont les échéances variaient de un mois à un an, avaient plus spécialement comme clientèle les établissements de crédit. Transformés en bons de la Défense nationale ils ont pris un tel développement et compromis en de nombreuses circonstances la sécurité des finances publiques que la nécessité s'est fait sentir de les donner en gestion à la Caisse autonome, avec une affectation de recettes. Cette gestion ne devait commencer qu'au 1^{er} octobre, car on escomptait les excédents de recettes des bons pour assurer le volant de la Trésorerie et les achats des devises. Dans ce but le ministre des Finances n'a pas fait fond uniquement sur la confiance et il a mis l'intérêt en jeu.

C'est dans ces conditions qu'un arrêté du 31 juillet 1926 (*J. O.* du 1^{er} août) a relevé les taux des bons de la Défense nationale ainsi fixés à partir du 1^{er} août :

Bons à un an	.....	6 %
— six mois	.....	5.50 %

1. Pierre Mendes-France, *ouvrage déjà cité*.

Bons à trois mois	5 %
— un mois	3.60 %

Grâce à ces mesures la circulation de ces titres a augmenté de 2.600 millions de juillet à octobre, mais cette recette n'a pas été nette par suite d'un excédent de remboursement des bons ordinaires du Trésor, 1.400 millions.

A partir du 1^{er} octobre le budget n'était plus appelé à bénéficier des ressources des émissions de bons de la Défense nationale; aussi le ministre des Finances s'était-il réservé, par les dispositions de l'article 12 de la loi du 7 août 1926, la faculté d'émettre des bons du Trésor jusqu'à concurrence de 5 milliards de francs (l'art. 26 de la loi du 30 juin avait fixé ce maximum à la somme nécessaire au remboursement de la dette à court terme).

On revenait donc au régime d'avant-guerre et dès que les circonstances l'ont nécessité le Ministre des Finances a usé de la faculté qui lui était conférée par la loi du 7 août.

Mais pour éviter sans doute toute confusion, car la Caisse autonome prenait la gestion non seulement des bons de la Défense Nationale mais aussi des bons du Trésor l'émission de ces derniers était suspendue à partir du 1^{er} octobre par un arrêté du 28 septembre.

Nous avons vu avec quelle aisance les échéances du deuxième semestre de 1926 avaient été couvertes, mais les débuts d'un exercice sont une lourde charge pour la Trésorerie, privée des rentrées d'impôts directs. Pour lui assurer un volant et sans doute aussi pour venir en aide au marché monétaire le Ministre des Finances a pris le 30 décembre 1926 (*J. O.* du 31 décembre) un arrêté en vue de l'émission de 5 milliards au maximum de bons du Trésor à échéance d'un mois à un an, portant un intérêt variant de 3 à 5 %, ainsi fixé par catégories :

Bons à un et deux mois	3 %
— trois mois	3.50 %
— 4 mois	4 %
— 5 et 6 mois	4.25 %
— 7 mois	4.75 %
— de 9 à 12 mois	5 %

Une des caractéristique de cet arrêté, qui montre bien que la Trésorerie est revenue aux méthodes d'avant-guerre c'est que le montant minimum des coupures était fixé à 100.000 francs.

Un des articles de l'arrêté qui prévoyait la clôture de l'émission de certaines catégories de bons, à partir du 1^{er} mars pour les bons d'une échéance inférieure à deux mois, à partir du 1^{er} avril pour les bons d'une échéance inférieure à trois mois n'a pas été appliqué. En effet la suppression des bons de la Défense nationale à très court terme a rejeté des disponibilités vers le Trésor et un arrêté du 2 février 1927 a supprimé toute émission à partir du 4 février,

Voici le mouvement de ces titres à diverses dates :

3 janvier 1927	.....	123 millions
15 —	.....	2.306 —
1 ^{er} février	.....	3.967 —
15 —	.....	4.977 —
15 mars	.....	4.167 —
15 avril	.....	2.837 —
15 mai	.....	1.445 —
1 ^{er} juin	.....	990 —
15 octobre	.....	231 —

Comme on peut s'en rendre compte, ils avaient été sous-crits à très courte échéance et leur volume décroît rapidement à partir du 15 avril. Leur émission a atteint un double but; elle a évité que les disponibilités rendues libres par la suppression des bons de la Défense nationale de un à trois mois ne se déversent sur un marché déjà engorgé; ensuite elle a permis à l'Etat de procéder à des remboursements à la Banque de France.

3^o *Les comptes courants du Trésor.*

C'est avec cette double préoccupation qu'a été encouragée l'ouverture des comptes courants des particuliers au Trésor public.

Ce service avait été organisé par un arrêté du 6 mai 1926, autorisant des dépôts de fonds, remboursables au gré des déposants soit à vue, soit avec préavis de 15 jours, l'intérêt étant respectivement de 3 et 3,60 %.

Comme on l'a vu plus haut, au cours des cinq derniers mois de 1926, le Trésor avait assuré la contre-partie des devises mais la Banque de France devait prendre le contrôle du marché qui avait été perdu en maintes circonstances; à la différence du Trésor elle avait une arme, à double tranchant c'est vrai, pour freiner les offres trop abondantes de devises, l'émission de billets de banque au delà du contingent légal. M. Poincaré avait la hantise de l'inflation même gagée et il semble bien qu'il ait cherché un palliatif dans le développement des comptes courants au Trésor. Aussi, en vue d'attirer les capitaux, l'intérêt des comptes avec préavis d'un mois a été porté à 4 % à partir du 13 décembre 1926¹ (cette catégorie de dépôts à la Caisse Centrale était d'ailleurs supprimée à partir du 23 février 1927 par un arrêté du 22 février, l'intérêt ayant été abaissé par arrêté du 5 février).

Les détenteurs de capitaux ont d'abord répondu sans empressement à cet appel; c'est que la clientèle du Trésor comprend surtout les établissements de crédit qui ne peuvent de toute évidence immobiliser des capitaux dont le retrait éventuel exige un préavis. Au début de janvier 1927 le montant des dépôts avec préavis s'élevait seulement à 400 millions contre 1.800 millions de dette à vue. Ce dernier poste devait prendre un développement considérable ainsi que le montre le tableau ci-dessous.

Comptes courants à la Caisse centrale.

<i>Dates</i>	<i>A vue</i>	<i>à preavis</i>	<i>Total</i>
3 janvier	1.794	596	2.190
14 janvier	1.411	307	1.718
15 mars	3.833	736	4.569
15 mai	7.619	617	8.236
25 juin	11.516	»	11.516

Si on se réfère au chiffre donné plus haut, de la circulation des bons du Trésor on remarque que leur rem-

1. Arrêté du 10 décembre, *Journal officiel*, 11 décembre.

boursement s'est traduit par une augmentation du volume de la dette à vue du Trésor. Nous avons vu d'ailleurs que celle-ci avait été d'un grand secours pour le marché monétaire mais elle n'a pas été sans causer des soucis par son développement anormal. Pour ralentir les dépôts le Ministre des Finances a diminué progressivement le taux de l'intérêt ramené à 2 % (arrêté du 11 avril) 1,50 % (arrêté du 27 juillet) enfin à 1 %; les comptes de dépôts de fonds au Trésor ouverts aux particuliers à la Caisse Centrale étaient d'ailleurs supprimés par la loi monétaire.

Les variations du taux de l'intérêt ne pouvaient pas avoir une grande action sur le volume de cette dette, mais le Ministre des Finances s'est préoccupé de la consolider au moyen de l'emprunt de juin-juillet 1927; diverses mesures déjà énumérées ont dégonflé ce poste qui est tombé à 6 milliards le 15 septembre 1927, à 3236 millions le 30 novembre.

4° *Les avances de la Banque à l'Etat.*

Tandis que la dette à vue du Trésor prenait une extension considérable un autre poste augmentait parallèlement, celui qui représentait la marge des avances de la Banque de France à l'Etat. Le Trésor ne conservait pas le montant des dépôts qui lui étaient confiés, il les versait à la Banque de France en atténuation de sa dette et nous avons eu l'occasion de voir comment se fermait ainsi un de ces circuits qui ramenaient à l'Institut d'émission les crédits émis en contre-partie des devises.

Ces remboursements ont été opérés à un rythme très accéléré. Les avances qui étaient de 38.499 millions le 24 juillet 1926 sous un plafond légal de 38.500 millions étaient ramenées à 37.850 dès le 6 août et elles diminuaient lentement pour atteindre 36.450 millions le 23 décembre. Aussi le 31 décembre 1927, l'Etat a été en mesure de verser à la Banque de France l'annuité d'amortissement de deux milliards prévue par la Convention Marsal de 1920. Ce fait ne s'était pas produit depuis décembre 1921; l'annuité avait, en effet, dû être réduite à un milliard en 1922, 800 millions en 1923, 1.200 millions en 1924, un milliard en 1925.

Ce remboursement a été opéré, à concurrence de 1.332 millions sur l'excédent disponible du compte de réserve et d'amor-

tissement et pour le surplus sur les ressources de Trésorerie. En conséquence, la dette de l'Etat a été ramenée à 34 milliards et le maximum légal des avances à 36.500 millions.

La souscription aux bons du Trésor, l'abondance des dépôts à la Caisse Centrale ont permis à l'Etat de continuer cette politique et le montant de sa dette à la Banque diminuait rapidement.

32.500 millions le 27 janvier 1927

29.600 — le 24 février 1927

28.100 — le 24 mars 1927

26.000 — le 26 mai 1927

Mais comme nous l'avons signalé, ces remboursements avaient un caractère précaire puisqu'ils étaient opérés au moyen de ressources provenant d'une dette à vue — dépôts de fonds — ou à très court terme — bons du Trésor. Le Ministre des Finances s'est préoccupé de les consolider et c'est pour atteindre ce résultat qu'il a procédé à une émission d'obligations amortissables en 50 ans, en exécution du décret du 13 juin 1927.

Ce décret avait été précédé d'une convention entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France dont l'article 1^{er}, déjà cité, fixait au chiffre du capital nominal des obligations émises, le montant du remboursement des avances.

Les articles 2 et suivants dont ci-dessous le texte réglaient les modalités de ce remboursements et modifiaient le taux des intérêts de ces avances.

Art. 2. Pour parfaire ce remboursement, qui devra être intégralement effectué au plus tard le 31 août 1927, une somme égale à la différence entre la valeur nominale des obligations énumérées à l'article 1^{er} et le produit net de leur émission sera prélevée sur le disponible du compte de réserve et d'amortissement institué par la convention du 21 septembre 1914.

Art. 3. Le montant des avances autorisées par la Banque de France à l'Etat sera réduit d'une somme égale au montant du remboursement effectué en exécution de l'article 1^{er}.

Art. 4. Les dispositions ci-dessus sont substituées, en ce

qui concerne l'année 1927, à celles prévues par l'article 3 de la convention du 29 décembre 1920, et relatives à l'amortissement des avances de la Banque de France à l'Etat.

Art.5— A partir du 1^{er} janvier 1928 le taux d'intérêt des bons du Trésor remis à la Banque de France en représentation de ses avances sera fixé de telle manière que l'intérêt du nouveau maximum des avances à l'Etat, augmenté de l'annuité constante à inscrire au budget général pour le service des obligations visées à l'article 1^{er}, soit égal à l'intérêt, au taux prévu par l'article 4 de la convention du 21 Septembre 1914, du maximum des avances actuellement autorisé.

Cette réduction d'intérêts portera uniquement sur la part affectée au compte de réserve et d'amortissement.

Le capital nominal de l'emprunt s'est élevé à 4.641.495.500 fr.; pour connaître le montant du remboursement que l'Etat devait opérer il fallait en retrancher les bons de la Défense Nationale consolidés et non escomptés par la Caisse autonome, c'est-à-dire 277 millions, soit 4.415 millions net.

Le chiffre a été arrondi à 4.500 millions et celui des avances ramené de 26 milliards $1/2$ à 32 millions, le 31 août.

L'emprunt ayant été émis à 92 %, le produit net des obligations a fourni 4.015 millions; le complément, 485 millions, a été prélevé sur le compte d'amortissement.

Malgré la diminution rapide de la dette à vue à la Caisse Centrale, tombée de 11.516 millions le 23 juin à 8.500 millions le 11 août, 6.400 le 6 octobre, 5 milliards en novembre, l'Etat n'a pas dû recourir aux avances pour procéder à ces remboursements. Celles-ci se sont maintenues aux environs de 25 milliards pendant le 2^e semestre de 1927 laissant par conséquent une marge moyenne disponible de 7 milliards. Aussi, en raison de cette stabilité et bien qu'il en fût dispensé par l'article 4 de la convention ci-dessus, le Ministre des Finances a-t-il effectué le 31 décembre 1927, par anticipation et à valoir sur l'annuité de 1928 un nouveau versement d'un milliard, en vertu d'une convention spéciale du 28 décembre 1927; cette somme a été prélevée sur les ressources disponibles du compte d'amor-

tissement. Le maximum des avances a été abaissé corrélativement à 31 milliards à partir du 1^{er} janvier 1928; c'est donc au total pour 1927 un remboursement consolidé de 5.500 millions.

Le montant des avances n'a d'ailleurs cessé de décroître et il était réduit à 22.600 millions le 24 mai 1928.

Bons du Trésor escomptés.

Avant d'étudier les conséquences de la stabilisation il nous reste à parler d'une autre dette de l'Etat envers la Banque de France, les bons du Trésor escomptés pour avances à des Gouvernements étrangers¹.

Cette dette avait pour origine des conventions passées pendant la guerre avec le Gouvernement impérial russe.

Ces avances ont donné lieu à l'émission de bons du Trésor à trois mois ne produisant pas d'intérêts; ces bons étaient escomptés au taux officiel du jour (5 %, 6 % etc...) au fur et à mesure des décaissements pour les besoins de l'Etat russe.

A partir de novembre 1917, il n'a plus été accordé d'avances que pour quelques dépenses déterminées, mais les frais d'escompte — 200 millions pour l'année 1925 prise à titre d'exemple — augmentaient progressivement les engagements du Trésor qui était en fait le débiteur de la Banque, si la Russie le restait en droit.

Le Gouvernement a donc estimé qu'il était préférable — ses droits vis-à-vis de la Russie restant intacts — de fixer définitivement ce compte dans les écritures de la Banque.

Dans ce but une convention a été signée le 3 février 1927, par le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France et elle a été ratifiée un an après par la loi du 15 mars 1928.

La discussion du projet de loi à la Chambre des Députés le 6 mars 1928, a donné lieu à un débat très intéressant qui a jeté une vive lumière sur cette question.

1. Nous avons pris ces renseignements dans le rapport de M. Palmade, budget du Ministère des Finances, exercice 1928.

Il en ressort que les Ministres des Finances qui se sont succédé étaient préoccupés notamment depuis 1923 par l'accroissement continu du poste « Bons du Trésor escomptés » et le 20 mai 1925 notamment M. Caillaux écrivait au Gouverneur de la Banque qu'il était temps, à son avis, de mettre fin à ce procédé d'escompte et à l'amortissement fictif qui en était la conséquence¹.

M. Poincaré a d'ailleurs précisé que le règlement en question n'apportait aucun changement au régime des avances directes de la Banque à l'Etat dont la liquidation « ne pourra être opérée qu'à l'occasion d'une réforme monétaire, c'est-à-dire à un moment où l'encaisse métallique de la Banque sera l'objet d'une réévaluation ».

Quant au caractère de cette dette, mise à la charge de l'Etat, le rapporteur général avait répondu par avance aux critiques susceptibles d'être élevées. « Si l'on a attendu si longtemps, c'est que l'on espérait toujours qu'un accord interviendrait entre le Gouvernement français et le Gouvernement russe, le Gouvernement soviétique, en l'espèce.

En effet, il est de tradition, entre tous les peuples civilisés, que les Gouvernements, quels qu'ils soient, sont toujours solidaires, au point de vue des dettes internationales des gouvernements qui les ont précédés.

En France, c'est la tradition qui a toujours été suivie. Aucun Gouvernement français n'a prétexté qu'il s'agissait d'emprunts faits par d'autres gouvernements, par des régimes déchus. Cela a été l'honneur de la République d'être fidèle, en toutes circonstances, à la signature de la France. »

Voilà nettement posé dans le domaine international, l'aspect politique de la question.

Il n'était pas d'ailleurs possible de faire supporter la perte par la Banque de France; cette dette avait été contractée par la Russie, pour les besoins de la guerre et elle devenait, par suite des circonstances, une dette de la nation.

Quelle était l'économie du régime proposé en ce qui concerne l'amortissement.

1. Déclaration de M. Poincaré.

Avant la promulgation de la loi, les bons comportaient un intérêt de 5 % dont 0,75 % allaient aux profits de la Banque et 4,25 % au compte d'amortissement. Cet intérêt ne donnait lieu à aucun paiement effectif.

Aux termes de la nouvelle convention l'intérêt était ramené à 1 % dont la moitié était versée à la Banque et l'autre moitié au compte d'amortissement. Le montant des engagements de l'Etat s'élevait à 5.930 millions le 15 mars; l'application de la convention donnait lieu à un versement de 59 millions, soit 29 millions 1/2 pour le compte d'amortissement. Ce versement annuel était inférieur à celui qui était fixé par le régime antérieur — 0,50 % au lieu de 0,75 % — mais ainsi que l'a souligné M. Palmade un amortissement fictif résultant du jeu du compte d'amortissement était remplacé par un amortissement réel.

La convention a réduit encore le bénéfice de la Banque puisque l'article 3 prévoit que cet établissement reversera au compte spécial d'amortissement, dès la promulgation de la loi, la différence entre les sommes qu'il a conservées depuis le 27 janvier 1918 sur le produit de l'escompte des bons et celles qui lui auraient été acquises s'il avait perçu et conservé depuis cette date un intérêt de 0,50 % par an.

Au cours de la discussion du projet de loi M. Poincaré a indiqué, qu'en vertu de cette disposition, l'Institut d'émission serait obligé de reverser une somme de 126.686.886 fr. à prélever sur des provisions affectées aux charges et risques généraux de son exploitation

On verra d'ailleurs que l'amortissement est assuré surtout par la part de l'Etat dans les redevances de la Banque

Outre les avantages de cette convention pour l'assainissement financier en général et celui du bilan de la Banque de France en particulier à la veille de la stabilisation il n'est pas inutile de marquer que grâce à un sacrifice budgétaire de 29 millions 1/2 on arrêta l'accroissement continu des engagements de l'Etat envers la Banque de France.

Voici à titre documentaire le texte de la Convention du 3 février 1927, approuvée par l'article unique de la loi du 15 mars 1928¹ :

Art. 1^{er}. — Le montant des bons du Trésor français escomptés pour avances de l'Etat à des gouvernements étrangers sera définitivement arrêté dans les écritures de la Banque de France, dès la promulgation de la loi approuvant la présente convention, sans qu'il en résulte aucune modification aux accords passés entre l'Etat et les gouvernements débiteurs.

Art. 2. — Ces bons seront remplacés à leur échéance par de nouveaux bons du Trésor à trois mois d'un même montant, portant intérêt au taux de 1 % par an.

50 % des intérêts ainsi perçus seront reversés au compte spécial d'amortissement institué par l'article 5 de la convention du 21 septembre 1914, sanctionnée par la loi du 26 décembre 1914.

Art. 3. — La Banque reversera également au compte spécial d'amortissement, dès la promulgation de la loi approuvant la présente convention, la différence entre les sommes qu'elle a conservées, depuis le 27 janvier 1918, sur le produit de l'escompte des bons visés à l'article 1^{er} et celles qui lui auraient été acquises si elle avait perçu et conservé, sur le montant des bons renouvelés depuis cette date, un intérêt de 0, 50 % par an.

La question des bons escomptés a été reprise et a fait l'objet d'un nouveau règlement à l'occasion de la loi de stabilisation du 25 juin 1928.

Cette loi a été précédée de conventions du 23 juin (*J. O.* 25 juin) conclues entre le Ministre des Finances d'une part et le Gouverneur de la Banque de France et la Caisse autonome d'autre part, enfin entre la Caisse autonome et le Gouverneur de la Banque de France.

En vertu des dispositions de l'article 6 de la Convention intervenue entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France les bons du Trésor détenus par l'Institut d'émission, en exécution de la convention du

¹ *J. O.*, 16 mars 1928.

3 février 1927, ratifiée par la loi du 15 mars 1928, ne devaient plus porter intérêt au profit de la Banque de France.

Ces bons devaient être pris en charge par la Caisse autonome qui recevrait les ressources spéciales en vue de leur amortissement :

Art. 6. — Les bons du Trésor détenus par la Banque en exécution de la convention du 3 février 1927, sanctionnée par la loi du 15 mars 1928, cesseront de porter intérêt au profit de la Banque de France.

Ils seront pris en charge par la Caisse autonome de gestion des bons de la Défense nationale et d'amortissement de la dette publique qui percevra pour leur amortissement :

1° Une annuité budgétaire égale à 1 % du montant des bons non amortis;

2° Les bénéfices résultant de la frappe des monnaies divisionnaires d'argent, sous réserve de la constitution du fonds qui sera créé pour l'entretien de la circulation monétaire;

3° A partir du 1^{er} août 1928, 50 % du produit servant de base au calcul de la redevance prévue par l'article 5 de la loi du 17 novembre 1897 et l'article 4 de la convention du 26 octobre 1917 et excédant la somme de 650 millions de francs. Ce prélèvement ne se cumulera pas avec la redevance, qui cessera dès lors d'être due sur les produits supérieurs à 650 millions;

4° Le produit du recouvrement éventuel de la créance sur l'Etat russe, représentée par les anciens bons escomptés pour avances de l'Etat à des gouvernements étrangers et de la créance de 499.087.268 fr. 50 résultant de la convention intervenue le 2 février 1915 entre la Banque de France et la Banque d'Etat de Russie.

Après amortissement complet des bons, le prélèvement serait fait au profit du budget général de l'Etat.

Si, au contraire, un reliquat subsistait à l'expiration du privilège de la Banque, il serait réglé par l'Etat.

Ce texte était repris dans la convention conclue entre le Ministre des Finances et la Caisse autonome.

Il en est résulté une novation de dette, la Caisse autonome étant substituée au Trésor comme débiteur de la Banque. En effet, ces bons figurent toujours au Bilan de l'Institut d'émission mais sous la rubrique « Bons négociables de la Caisse Autonome d'amortissement ». Ce n'est pas la seule modification apportée par les conventions, il en est une, très importante, qui découle de la convention intervenue entre le Gouverneur de la Banque de France et la Caisse autonome et dont voici les dispositions principales :

Art. 2. — En échange des bons du Trésor visés à l'article 1^{er} ci-dessus, la Caisse autonome de gestion remettra à la Banque de France des bons de caisse sans intérêt, à trois mois d'échéance au maximum, pour un montant égal à celui des bons du Trésor susvisés.

Ces bons de caisse seront domiciliés à la Banque de France, libellés en blanc ou au porteur, et émis en coupures de 100.000 fr. au minimum.

Art. 3. — La Banque de France aura la faculté de négocier sur le marché les bons visés à l'art. 2 ci-dessus si elle le juge utile, pour agir sur le volume du crédit et garder le contrôle de la circulation; elle pourra également racheter avant leurs échéances les bons ainsi négociés.

La différence entre le prix de vente de ces bons et leur prix de rachat ou leur prix de remboursement à l'échéance sera supportée par la Banque de France.

L'article 4 confirme les textes des autres conventions en ce qui concerne les ressources d'amortissement et stipule dans son dernier paragraphe que :

« En contre-partie de chaque versement d'amortissement la Banque de France remettra à la Caisse autonome des bons de caisse pour un montant égal, aux fins d'annulation. »

Dans son rapport sur le budget du Ministère des Finances pour 1929, M. Palmade a mis ainsi en relief l'intérêt que présentait l'application de l'article 3. « Alors que les anciens bons du Trésor, détenus par la Banque, n'étaient pas négociables et constituaient ainsi une immobilisation, les nouveaux bons de Caisse remis aux lieu et place par la Caisse

autonome sont libellés en blanc ou au porteur, de telle sorte que la Banque de France a le droit de les vendre sur le marché... Cette faculté de mobilisation lui a permis, malgré l'amortissement incomplet de la dette du Trésor, de recouvrer la liquidité intégrale de son actif. »

Signalons enfin avec le distingué rapporteur que la Banque a obtenu avec ces bons un moyen de contrôle sur le marché monétaire, car leur négociation permettra, si c'est nécessaire, de provoquer une contraction sur le marché des capitaux.

Il y a là une innovation pour notre pays où jusqu'à ce jour la Banque de France n'avait pas un portefeuille de titres négociables.

La Banque d'Angleterre en a fait la première l'expérience, ajoute M. Palmade. Quant aux Etats-Unis les banques fédérales y pratiquent cette politique connue sous le nom des « open market operations »; elles possèdent un portefeuille de fonds d'Etat élevé et quand elles veulent contraindre les Sociétés de crédit à suivre leur impulsion en matière de taux d'escompte elles raréfient les capitaux disponibles sur le marché en vendant en bourse leurs fonds d'Etat.

On n'a pas d'ailleurs à redouter que la Banque de France abuse de cette arme, car la vente sur le marché d'une grosse quantité de bons serait très onéreuse puisque ces bons ne produisent aucun intérêt ainsi qu'on l'a vu à l'article 2 de la Convention.

Voici approximativement les ressources d'amortissement de ces bons pour l'exercice 1929¹ :

1 ^o Annuité budgétaire	57.700.000 fr.
2 ^o 2/3 des bénéfices de la frappe des monnaies	131.000.000 »
3 ^o Part des redevances à la Banque de France	385.000.000 »
Total	573.700.000 »

1. Rapport de M. Palmade, budget du Ministère des Finances pour 1930.

Ces prévisions n'ont pas été atteintes; en effet la Caisse autonome ayant reçu 159 millions pour le 2^e semestre 1928 le montant des bons aurait dû être ramené aux environs de 5 milliards; or il s'élevait à 5.395 millions le 28 mars 1930; cette diminution reste appréciable et à ce rythme, les chiffres de l'annuité étant à peu près constants, les bons seront amortis dans une dizaine d'années et les ressources générales d'amortissement de la dette publique grossies de 500 millions environ.

Les avances de la Banque de France et la stabilisation

Le 24 mai 1928 les avances de la Banque à l'Etat s'élevaient à 22.600 millions sous un plafond légal de 31 milliards; la marge disponible, plus de huit milliards, devait être non seulement élargie mais consolidée.

En effet, en vertu de la convention conclue entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque de France à l'occasion de l'emprunt de mai 1928, l'Etat s'était engagé à appliquer au remboursement des avances, une somme égale au capital nominal des rentes émises, libérées, soit en numéraire, soit en bons de la Défense nationale escomptés par la Caisse autonome, déduction faite du montant des souscriptions affectées aux remboursements des divers titres de la dette flottante.

Voici d'ailleurs diverses modalités de la Convention :

« *Art. 2.* — Pour parfaire ce remboursement qui devra être intégralement effectué au plus tard le 1^{er} juillet 1928, une somme égale à la différence entre la valeur nominale des rentes énumérées à l'article 1^{er} et le produit net de leur émission sera prélevée sur le disponible du compte de réserve et d'amortissement institué par la convention du 21 septembre 1914. Si le disponible du compte de réserve et d'amortissement est insuffisant pour permettre ce prélèvement, la Banque versera, le 1^{er} juillet 1928, au crédit du dit compte par prélèvement sur les intérêts provenant du placement du contingent de devises détenues par elle dans les conditions

prévues par la convention du 16 septembre 1926, une somme égale au montant de cette insuffisance, sans toutefois pouvoir dépasser le montant des intérêts acquis, sur les devises en question, du 1^{er} janvier au 1^{er} juillet 1928.

« Art. 3. — Le montant des avances autorisées de la Banque de France à l'Etat sera réduit d'une somme égale au montant du remboursement effectué en exécution de l'article 1^{er}.

« Art. 4. — Les dispositions ci-dessus sont substituées, en ce qui concerne l'année 1928, à celles prévues par l'article 3 de la Convention du 29 décembre 1920 et l'article 3 de la convention du 28 décembre 1927 et relatives à l'amortissement des avances de la Banque de France à l'Etat.

« Art. 5. — A partir du 1^{er} juillet 1928 le taux d'intérêt des bons du Trésor remis à la Banque de France en représentation de ses avances sera fixé de telle manière que l'intérêt du nouveau maximum des avances à l'Etat, augmenté de l'annuité constante à inscrire au budget général pour le service des rentes visées à l'art. 1^{er} soit égal à l'intérêt au taux prévu par l'art. 4 de la convention du 21 septembre 1914, du maximum des avances actuellement autorisé. »

Cette réduction d'intérêt portera uniquement sur la part affectée au compte de réserve et d'amortissement.

En retraçant les résultats de cet emprunt nous avons indiqué que les souscriptions en numéraire avaient été arrêtées huit jours après l'ouverture de l'emprunt; cette mesure qui a pu provoquer quelque étonnement s'expliquerait d'après M. Frédéric Jenny¹ par le jeu de l'article 2 de la convention. Nous ne saurions mieux faire que de reproduire *in extenso* le passage de l'article visé :

« Pourquoi l'Etat refuse-t-il désormais les capitaux frais qui s'offrent à lui ? Les raisons en sont aisées à apercevoir, pour peu qu'on se rappelle les modalités de l'opération.

« Afin que le total de la dette publique ne se trouvât point augmenté par suite de l'emprunt de conversion, il a été décidé qu'une somme égale à la différence entre la valeur

1. *Temps économique* du 21 mai 1928.

nominale du capital emprunté pour rembourser la Banque de France et le produit net des émissions correspondantes serait prélevée sur le montant disponible du compte d'amortissement des avances à l'Etat, et que ce montant serait au besoin complété par les intérêts provenant du placement des devises accumulées par la Banque et encaissés du 1^{er} janvier au 1^{er} juillet 1928. Or, il est facile de se rendre compte : 1^o que les sommes à prélever en vertu de cette disposition seront d'autant plus importantes que les remboursements effectués à la Banque auront été plus considérables ; 2^o que les ressources qui doivent les fournir ne sont pas inépuisables.

Au dernier bilan hebdomadaire de la Banque de France le compte d'amortissement ne s'élevait, en effet, qu'à 441 millions 1/2. Si l'Institut d'émission avance, en outre, les intérêts qui doivent alimenter ce compte jusqu'au 1^{er} août prochain et qu'il y ajoute, comme il en est question, la totalité des intérêts que produiront ses devises jusqu'à cette même date (et non plus seulement jusqu'au 1^{er} juillet, ainsi qu'il avait été convenu), le montant global qui pourra être affecté au prélèvement prévu atteindra approximativement 900 millions. La différence entre le montant nominal des rentes et leur prix d'émission étant de 9 %, un calcul des plus simples montre que cette somme correspond à un capital nominal de 10 milliards, chiffre dès à présent dépassé de 500 millions environ.

Voilà donc une première limite que, d'après les modalités de l'opération, les remboursements à la Banque ne pourront dépasser. A supposer qu'elle n'existât point, il y en aurait une seconde, résultant des précautions prises afin de ne pas accroître les charges de la dette. On sait qu'aux termes de l'art. 5 de la convention fixant les conditions du remboursement qui va être fait à la Banque, l'intérêt du nouveau maximum des avances à l'Etat sera réduit dans la proportion nécessaire pour que l'emprunt de conversion n'entraîne aucune augmentation des charges budgétaires. On sait aussi que la réduction en question portera exclusivement sur la part de ces intérêts affectés au compte d'amortissement. Or, cette part se trouverait complètement

absorbée si le remboursement à l'institut d'émission atteignait 12 milliards. »

Il n'y a rien à reprendre à la rigueur mathématique de ce raisonnement. Nous ne croyons pas cependant que lorsque le Ministre des Finances a suspendu les souscriptions en numéraire il y ait été incité par le jeu éventuel des dispositions des articles 2 et 5 de la convention. L'explication donnée par M. Frédéric Jenny était la seule possible, la seule logique au moment où il écrivait son article (21 mai 1928) puisqu'on ne pouvait préjuger de l'avenir et qu'une convention doit prévoir toutes les éventualités.

Avec le recul du temps on peut affirmer, semble-t-il, aujourd'hui que les souscriptions en numéraire, ont été arrêtées le jour où l'argent frais recueilli représentait avec le gain de la réévaluation des devises et de l'or détenus par la Banque de France le solde des avances à l'Etat; il ne fait pas de doute, en effet, que sauf événement impossible à prévoir, le Ministre des Finances avait arrêté déjà dans son esprit et la date et le taux de la stabilisation:

La même observation s'applique à l'article 5 de la convention. M. Nogaro¹ a démontré que l'application de cet article, avantageux pour la Banque de France était très onéreux pour le Trésor. Sa démonstration n'avait qu'une valeur rétrospective puisqu'il disait lui-même « les avances ont, aujourd'hui complètement disparu » et M. Palmade ajoutait « qu'à partir d'aujourd'hui, la question n'a plus, en quelque sorte, d'intérêt pratique, puisque le compte d'amortissement tombe ».

Quoiqu'il en soit les souscriptions en numéraire et en bons de la Défense Nationale escomptés, ayant atteint 13.400 millions dont il faut retrancher le montant des remboursements de bons de la dette à court terme, près de 2 milliards, l'Etat a dû prélever sur son compte d'amortissement, conformément aux prescriptions des articles 1 et 2 de la Convention, la somme nécessaire pour opérer le versement correspondant au capital nominal des obligations émises, 12.282 millions.

1. Séance du 24 juin 1925, Chambre, Débats, J. O., 25 juin.

Il est important de signaler que cette somme ramenait aux environs de 11 milliards le solde des avances, si on considère leur montant dans la période précédant immédiatement l'emprunt : le 26 avril ce poste accusait le chiffre de 22.050 millions.

M. Palmade¹ a exprimé le regret de l'affectation du produit de l'emprunt au remboursement des avances de la Banque. Au jour de la stabilisation, écrit-il, la revalorisation de l'encaisse aurait de toute manière fait évanouir la plus grande partie des avances (15 milliards) et la portion subsistante (5 à 6 milliards) aurait disparu progressivement par le jeu annuel du compte d'amortissement. C'était la solution préconisée par les experts qui afin de ne pas charger le contribuable du poids d'un amortissement hâtif de ce côté, envisageaient la survivance de ce résidu d'inflation.

Il a comparé ensuite la situation avec celle de l'Angleterre où les billets ont leur couverture partielle dans une dette de l'Etat bien autrement importante, depuis la reprise par la Banque des Currency-Notes.

M. Nogaro² faisait observer qu'au moment où, pour procéder à une restauration monétaire définitive, nous croyions devoir effacer presque complètement les avances à l'Etat du bilan de la Banque de France, le gouvernement anglais, procédant lui aussi à une réforme définitive, fait passer à la charge de la Banque d'Angleterre les currency-notes ou billets émis par l'Etat, d'un montant d'environ 300 millions de livres sterling qui seront couverts par des bons du Trésor c'est-à-dire qu'il fait apparaître désormais au bilan de la Banque d'Angleterre un chapitre nouveau d'avances à l'Etat correspondant à environ 37 milliards de francs.

Il semble bien en effet que l'Etat aurait pu se dispenser de procéder au remboursement intégral des avances; la circulation était solidement gagée puisqu'au lendemain de la stabilisation la réserve métallique — nous ne tenons pas compte du portefeuille devises — représentait 50 % de

1. Rapport sur le budget du Ministère des Finances (exercice 1929).

2. Débats du 24 juin 1928, Chambre des députés, *J. O.*, du 25 juin.

billets. Il aurait pu le faire d'autant plus que, la discussion de la loi monétaire l'a mis en lumière, l'Institut d'émission se retranchant, avec raison sans doute, derrière la convention portant renouvellement du privilège qui ne pouvait être mise en question à l'occasion de la loi monétaire, s'est refusé à consentir certains sacrifices cependant profitables à l'économie nationale.

Après ces trop brèves observations, il nous reste à dresser le bilan de la stabilisation et à voir ses répercussions dans les rapports de l'Etat et de la Banque d'une part, et de ses créanciers d'autre part.

1° L'Etat et la Banque de France après la stabilisation

Le problème des avances a été réglé par les articles 1, 2 et 4 ci-dessous de la convention du 23 juin 1928 sanctionnée par l'article 13 de la loi monétaire du 25 juin.

Article 1^{er}. — La Banque de France procèdera à la réévaluation :

1° Des éléments de son encaisse inscrits à sa situation hebdomadaire, sous les rubriques :

« Or en France »;

« Or libre et disponibilités or à l'étranger » et « Argent »;

2° Des devises achetées par elle au Trésor public, en exécution de la loi du 22 juillet 1926 et de la convention du 24 juillet 1926 ainsi que des lettres des 25 et 26 août, et 8 septembre 1926;

3° Des disponibilités en or, argent et devises soumises au régime institué par la convention du 16 septembre 1926, et provenant des acquisitions de monnaies, de lingots ou de devises, effectuées par la Banque en conformité de la loi du 7 août 1926, concernant les opérations en vue de la stabilisation de la monnaie.

Cette évaluation sera faite :

1° En ce qui concerne l'or, à la nouvelle parité monétaire, d'après le poids réel des monnaies et lingots, déduction faite des frais de frappe au nouveau tarif de la monnaie;

2° En ce qui concerne l'argent, d'après le poids réel des monnaies, au cours de l'argent sur le marché international des métaux le jour de la promulgation de la loi réalisant la réforme monétaire et approuvant la présente convention;

3° En ce qui concerne les devises étrangères, à leurs nouvelles parités intrinsèques, sur la base de l'or.

Article 2. — La Banque de France évaluera sur la base prévue au dernier paragraphe de l'article 1^{er}, les devises prêtées par elle en report sur le marché.

La différence entre cette évaluation et le prix fixé par les contrats de report pour le rachat des devises en question sera ajoutée à la plus-value nette résultant des réévaluations prévues à l'article 1^{er} ou retranchée de cette plus-value.....

Article 4. — La plus-value nette résultant des réévaluations et évaluations prévues aux articles 1^{er} et 2 ci-dessus, ainsi que le solde disponible du compte de réserve et d'amortissement après passation de l'écriture prévue à l'article 3 seront affectés à l'amortissement intégral, sur les livres de la Banque.

1° Du solde des avances temporaires consenties par la Banque à l'Etat en exécution des lois des 5 août et 26 décembre 1914, 10 juillet 1915, 16 février et 4 octobre 1917, 5 avril et 7 juin 1918, 5 mars et 17 juillet 1919, 15 avril, 23 novembre et 4 décembre 1925.

2° De la somme de 1.349.601.215 fr. 22, à imputer sur celle de 1.401.549 fr. 63, pour laquelle figure dans le chiffre de l'encaisse le montant de « l'or non disponible à l'étranger. »

3° Du solde débiteur du compte provisionnel institué par l'article 3 de la convention du 16 septembre 1926 conclue en exécution de la loi du 7 août 1926.

Article 5. — Le surplus disponible sera porté sur les livres de la Banque au crédit du compte courant du Trésor Public.

En exécution de ces dispositions une somme de 17.193.578.225 fr. a été effectuée à l'amortissement des créances de la Banque sur l'Etat qui s'élevaient à

15.113.998.346 fr.; le reliquat disponible, 2.080.289.889 fr. a été versé au crédit du compte courant du Trésor sur les livres de la Banque.

En vertu de l'article 7 de la Convention, la Banque de France a porté au crédit de ce même compte un prêt sans intérêt de 3 milliards; ce poste spécial est ainsi de 3.200 millions, les 200 millions représentent le montant de l'avance consentie en application de la convention portant renouvellement du privilège.

La dette de l'Etat a donc été éteinte automatiquement par la revalorisation de l'encaisse et il en a même retiré un bénéfice de 2 milliards sans préjudice de la nouvelle avance. Nous ne relèverons pas, après M. Gaston Jèze et d'autres auteurs combien était impropre cette expression de dette de l'Etat. En réalité les avances de l'Etat constituent un emprunt forcé et elles ont fait une répartition inique et honteuse des charges de la guerre. La Banque de France a perçu pendant des années une dime injuste sur la Nation par le seul jeu de l'intérêt alors qu'elle n'avait eu des frais que pour l'émission des billets; ces avances ne lui occasionnaient aucune gêne puisqu'elles s'accompagnaient d'une augmentation corrélative de la circulation et que l'Institut d'émission n'était pas obligé de les prendre sur son contingent d'escompte.

On est alors assez étonné des calculs établis pour mesurer la perte subie par la Banque de France comme conséquence de la stabilisation; nous ne la chiffrerons pas et nous ne la discuterons pas afin de ne pas déborder le cadre de cette étude mais voici d'après M. Palmade (rapport déjà cité) les bénéfices de l'opération au point de vue budgétaire.

Au projet de budget de 1928 les intérêts des avances figuraient pour 688.500.000 fr. Sans doute, la part la plus importante 577.750.000 fr. était affectée à l'amortissement mais cette somme n'en constituait pas moins une lourde charge pour le contribuable. Si on considère l'économie réalisée eu égard au chiffre des avances au jour même de la stabilisation, 14.000 millions au taux de 1 fr. 40¹, elle est de l'ordre de 196 millions.

1. Taux fixé par la convention du 30 avril 1928.

2° L'Etat et ses créanciers

Ils sont rangés dans deux et même trois catégories. Nous ne parlerons pas de la troisième, dans laquelle rentrent les salariés de l'Etat, dont les traitements ont été majorés pour les uns en fonction de la dévalorisation, pour les autres en fonction des indices. Nous nous bornerons à examiner les conséquences de la stabilisation dans les rapports de l'Etat avec les créanciers que sont, d'une part les porteurs de titres de rentes sur l'Etat, d'autre part les retraités.

a) les rentiers :

Leur situation doit être examinée sous trois aspects : en droit, en équité et en fait.

En droit la question est réglée brutalement par l'article 1895 du C. C. en vertu duquel le prêteur doit rendre la somme numérique prêtée et ne doit rendre que cette somme, dans les espèces ayant cours au moment du paiement.

Si on transpose la question dans le domaine moral cette solution est, de l'avis unanime, inique, d'autant plus que les créanciers de l'Etat se recrutent en majeure partie parmi les petits épargnants. Aussi la revalorisation des rentes a-t-elle été soulevée, au nom de l'équité, en diverses circonstances. Cette revendication n'a pas trouvé auprès des pouvoirs publics l'accueil qu'un sentiment de justice, d'humanité permettait de souhaiter.

Voici en effet la réponse catégorique, reprise d'ailleurs par ses successeurs, faite par M. Poincaré à M. Piétri qui lui demandait d'envisager un ordre de compensations purement *parielles*, purement *personnelles*, réservées aux seuls créanciers d'avant-guerre ou de la guerre qui justifieraient par exemple d'une possession effective de leurs titres.

« Ce sera un autre Gouvernement qui se chargera de tenir de telles promesses¹... »

Le nœud de la question était dans les nécessités de l'équi-

1. Chambre des députés, débats, J. O., 25 juin 1928.

libre budgétaire et le Ministre des Finances l'avait souligné au cours de l'intervention si intéressante de M. Piétri. Cependant si la revalorisation des rentes pour certaines catégories de porteurs semblait dictée par des considérations diverses, il n'échappait à personne que cette réalisation se serait heurtée à des difficultés sans nom, sans parler encore des fraudes toujours possibles. Elle posait en outre de nombreux problèmes; à côté de celui de l'équilibre budgétaire qui intéressait l'Etat il soulevait une question d'ordre général intéressant aussi les créanciers privés, créditeurs, obligataires, et on peut affirmer alors que le problème devenait insoluble ou ne pouvait être réglé qu'en apportant un trouble violent dans les affaires, susceptible même d'annihiler les résultats du redressement de l'économie générale.

Il reste d'ailleurs un dernier aspect de ce problème : sur quelle base aurait été opérée la revalorisation partielle, car il n'était dans l'esprit de personne de demander une revalorisation intégrale. Ici devaient intervenir surtout des notions de valeur, de fait. Pour les rentiers d'avant-guerre la situation était très nette; ils avaient prêté de l'argent à l'Etat à la parité de l'or. Mais pour les rentiers de guerre et d'après-guerre il en était autrement et puisqu'on cherchait une solution de bonne foi il fallait envisager tout le problème de bonne foi. Et alors, qui déterminerait la valeur des francs versés aux divers emprunts et au moyen de quels éléments. Les changes ? Mais ils étaient maintenus à des cours artificiels par les ouvertures de crédits étrangers. Les prix ? Mais ils étaient faussés par les mesures prises par les Gouvernements pour sauvegarder la paix sociale et ne pas accabler les familles dont le soutien était mobilisé. Ces seuls aperçus montrent combien il était difficile de trouver une solution à la fois juste et correcte, et en tout cas on n'aurait pu arriver qu'à des approximations.

Cependant un effort a été fait en faveur des petits porteurs de rentes 3 %, en application de l'article 96, paragraphe 2 ci-dessous de la loi de finances du 30 décembre 1928 et du décret du 1^{er} mai 1929.

« La Caisse autonome de gestion des bons de la Défense nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la dette publique est autorisée à délivrer, en échange des titres de rente perpétuelle 3 % qu'ils détiennent, des titres de rente viagère individuelle ou réversible, aux porteurs d'avant-guerre non inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu, tant à la date de la promulgation de la présente loi qu'à la date de leur demande. »

Pouvait-on faire mieux ou plus. Les difficultés inhérentes à une revalorisation que nous avons à peine esquissées permettent l'hésitation. Mais, et cette suggestion n'a plus d'intérêt, il eut été possible de prévoir, dès juin 1928, la création de titres de rentes viagères sur une échelle plus large et de constituer dans cet objet un fonds spécial; celui-ci aurait pu recevoir quelques milliards si on avait conservé un résidu d'inflation

3° L'Etat et les retraités

Si l'Etat n'a pas pu accorder de légitimes satisfactions aux porteurs de rentes, en raison des répercussions éventuelles non seulement sur son budget, mais sur les contrats en général et sur l'économie nationale, il a par contre réservé un traitement de faveur à ses retraités.

Nous disons un traitement de faveur parce qu'il est une autre catégorie de crédirentiers pour lesquels rien de semblable n'a été fait, les personnes inscrites à la Caisse des retraites pour la vieillesse. Dans les deux cas la situation est identique; un versement a été opéré en vue de la constitution d'une retraite car on oublie trop souvent ou on ignore qu'un fonctionnaire verse des fonds à cet effet (nous n'avons pas des éléments de calculs bien précis mais il n'est pas excessif de fixer à 120.000 fr., à intérêts capitalisés les sommes versées par un fonctionnaire moyen pendant 40 ans).

Or les retraites des fonctionnaires ont été augmentées dans des proportions considérables et il est inutile de rappen-

ler les discussions qui se sont élevées sur ce sujet. Le résultat des diverses mesures législatives c'est que certaines retraites d'avant-guerre sont affectées d'un coefficient de 8, 9 et même 10 et que la charge budgétaire augmente prodigieusement étant passée de 300 millions en 1914 à près de 4 milliards¹. Il est à redouter même que ce chiffre ne marque pas le plafond de ce chapitre, car les pouvoirs publics éluderont difficilement le règlement de la question de « la péréquation ».

Un régime analogue a d'ailleurs été appliqué aux pensions concédées aux victimes de la guerre en vertu de la loi du 31 mars 1919; la dépense s'est élevée à 4.600 millions en 1929 contre 2.300 millions en 1925.

Cet aperçu succinct montre que l'Etat a appliqué un traitement différent selon la nature de la créance et lorsqu'on chiffre les dépenses supplémentaires, incombant au budget du fait des retraites on est en droit de se demander si un effort supplémentaire n'aurait pas pu être fait en faveur des rentiers.

Il n'en reste pas moins qu'il faut ajouter, du fait des retraites, au bilan de la guerre et de l'après-guerre une charge budgétaire supplémentaire de près de 5 milliards et cela pour de nombreux exercices.

Nous serions tenté d'ajouter qu'une partie de cette charge, comme d'ailleurs de celle qui résulte de l'augmentation des traitements des fonctionnaires est imputable aux effets psychologiques de la stabilisation de la monnaie. Aux yeux de nombreux individus cette stabilisation créait un état de choses nouveau tandis qu'elle en était simplement la consécration. Il s'est alors produit ceci c'est que des revendications qui n'avaient pas été présentées sur la base des indices des prix, cependant plus élevés, ont été élevées et défendues sur la base du coefficient de dévaluation légale.

Si on jette un regard d'ensemble sur l'œuvre financière de ces trois dernières années il s'en dégage qu'une technique remarquable alliée à un sens profond du rôle de la

1. Pensions civiles : 1.936 millions; pensions militaires : 1.929 millions.

psychologie a opéré un redressement inespéré des finances publiques.

Mais il s'en dégage aussi que les erreurs techniques de 1920-1924, les lourdes fautes psychologiques de 1924-1926 nous ont imposé un tribut plus lourd que celui de la guerre. On n'est parvenu à les réparer que par un accroissement considérable et du budget et du volume de la dette publique, enfin par une faillite des 4/5.

En l'absence de la stabilisation du budget, en augmentation croissante depuis trois ans, on ne saurait affirmer que ces résultats sont consolidés; l'avenir dépend encore de la sagesse du Parlement et surtout de l'autorité des Gouvernements pour mettre un frein à la démagogie, toujours insatiable.

Le sort du pays est tous les quatre ans à la merci de la versatilité du suffrage universel. Celui-ci, comme toutes les institutions humaines à ses qualités et ses défauts. Il appartient aux gouvernements d'exploiter celles-là et de redresser ceux-ci pour assurer la continuité des affaires publiques; quoi qu'on en pense, l'autorité ne doit pas être l'apanage des régimes autocratiques et dictatoriaux.

LES CURRENCY NOTES¹.

Les rapprochements qui ont été faits entre la politique du papier-monnaie en France et en Angleterre nous ont incité à tracer un historique des Currency Notes.

Devançant de quelques jours son collègue français, le chancelier de l'Echiquier, M. Chamberlain, traçait le 19 décembre 1919 le programme financier à réaliser sur les bases du rapport Cunliffe : équilibre du budget sans emprunts nouveaux, consolidation de la dette flottante, réduction de la circulation des billets du Trésor. C'est un programme absolument identique que M. Klotz soumettait au Parlement français le 29 décembre 1919.

Mais les conditions étaient toutes différentes; l'Angleterre dont l'économie n'était pas atteinte pouvait se consacrer entièrement à la liquidation du passé : à cette liquidation s'ajoutait pour la France la restauration des régions libérées dont les dépenses ne pouvaient être couvertes que par des emprunts; la situation des deux pays ne pouvait donc être comparée sous aucun aspect.

Cependant si l'Angleterre n'avait pas à résoudre les mêmes problèmes que la France elle se devait, pour des raisons vitales, de reconquérir son rôle de banquier mondial et de rendre à sa monnaie un prestige sérieusement menacé par celui du dollar. Aussi sa politique financière a-t-elle été tournée avec une ténacité et une maîtrise remarquables vers le retour à l'étalon d'or.

Ce résultat ne pouvait être obtenu que par une diminution des pouvoirs d'achat représentés on le sait par les billets de la Banque d'Angleterre et les Currency Notes.

1. Nous nous sommes particulièrement inspiré de deux articles de M. Frederic Jenny (*Temps économique* du 30 avril et 14 mai-1928) et d'articles de M. Jean Pierre Lazard, publiés dans les numéros de mai et juin 1926 de la *Revue politique et parlementaire*.

A la déclaration de guerre le gouvernement anglais, dans l'impossibilité de modifier le statut rigide de la Banque d'Angleterre, institué par le Bank Act de 1844 s'était substitué à elle pour parer aux conséquences de la thésaurisation des monnaie d'or et d'argent. Il avait créé des billets d'Etat — les Currency Notes — de une livre et de 10 shillings pour remplacer la monnaie métallique en usage jusque-là pour les paiements inférieurs à 5 livres.

Tandis que le Trésor français recourait aux avances de la Banque de France dont la capacité d'émission était augmentée corrélativement, le gouvernement anglais émettait des quantités considérables de Currency Notes dont la circulation atteignait 356 millions de livres le 31 décembre 1919, environ 19 milliards de francs au cours du jour; à la même date, les avances de la Banque de France à l'Etat, s'élevaient à 23 milliards.

Mais il y avait entre les deux catégories d'avances une différence non pas seulement de volume mais de fond; en effet tandis que les avances de la Banque de France n'étaient pas gagées, les Currency Notes avaient une contrepartie constituée, selon une des recommandations du comité Cunliffe par une réserve de billets de la Banque d'Angleterre : il s'y ajoutait des bons du Trésor immobilisés et environ 5 millions 1/2 de livres en monnaie d'argent.

Comment la déflation a-t-elle été opérée ? Par la limitation de l'émission des Currency Notes, au chiffre maximum atteint l'année précédente et fixé approximativement à :

320	millions de livres en	1920
313	—	1921
309	—	1922
270	—	1923

Parallèlement le gouvernement anglais se préoccupait d'obtenir des excédents budgétaire avec lesquels il résorbait l'inflation en puissance représentée par les Treasury Bills dont le volume est tombé,

de 1 221 millions de livres le 30 juin 1921.

1059 — — 30 décembre 1921.

760 — — 30 juin 1922.

719 — — 30 décembre 1922.

649 — — 30 décembre 1923.

Tandis qu'il pratiquait cette politique financière à l'intérieur, il opérait des remboursements importants de sa dette extérieure, ramenée de :

1336 millions de livres le 31 décembre 1919.

à 1087 — — 31 mars 1922.

Cet effort se traduisait pas l'amélioration du change sur New-York qui de 69,5 % sur le pair en février 1920 était remonté à 94,6 % en décembre 1922.

Mais ce résultat n'avait été acquis qu'au prix de sacrifices considérables et le transfert à la communauté sous forme d'impôts d'une grosse fraction des revenus privés avait déséquilibré l'économie britannique. La politique orgueilleuse de l'or ruinait le commerce extérieur et le volume des exportations était tombé en 1922 à 70 % sur les chiffres de 1913. Un mouvement se dessinait alors contre la politique de déflation et à partir de 1923 on n'enregistre plus aucune diminution de la circulation des Currency Notes.

En mai 1925 le Parlement anglais votait un projet consacrant le retour de l'Angleterre au régime de l'or.

La liberté d'exportation du métal jaune était rétablie, sous réserve que la Banque d'Angleterre ne procéderait à des ventes que par lingots de 400 onces, valant approximativement 200.000 francs.

Quant aux Currency Notes, ils devaient être amalgamés aux émissions de la Banque d'Angleterre, mesure devenue trois ans plus tard seulement définitive.

Le 18 avril 1928, le montant des Currency Notes s'élevait à 295 millions de livres auxquels s'ajoutait un compte de réserve de 12 milliards $1/2$ pour parer aux pertes éventuelles. La contre-partie était assurée par 245 millions de bons du Trésor, 56 millions $1/4$ de billets de la Banque d'Angleterre et 5 millions $1/2$ de monnaies d'argent. A la

même date, les émissions de billets de la Banque d'Angleterre atteignaient 177 millions de livres, mais leur circulation réelle n'était que de 78 millions : en effet 56 millions $1/4$ constituaient le fonds de remboursement des Currency Notes et 42 millions $1/2$ servaient avec l'or et l'argent, d'encaisse au Banking Department. Au total la circulation se fixait aux environs de 370 millions de livres, 47 milliards de francs.

Le projet de loi relatif à la fusion des deux circulations a été déposé par le gouvernement anglais en mai 1928.

L'article 1^{er} autorise la Banque d'Angleterre à émettre des billets d'une livre et de 10 shillings.

D'après l'article 2, la Banque émettra des billets jusqu'à un montant représentant les monnaies d'or et l'or en barres se trouvant au département d'émission et en sus jusqu'à un montant de 260 millions de livres; ce dernier contingent est légèrement supérieur à celui des Currency Notes n'ayant pas de couverture métallique, 240 millions.

L'article 8 prévoit des dispositions en vertu desquelles la Banque pourra, après autorisation du Trésor communiquée au Parlement, porter au delà de 260 millions la circulation non gagée par de l'or, pour une période ne devant pas dépasser six mois.

Cette innovation a été diversement interprétée. Pour les uns il y avait là un moyen de faire face à des besoins saisonniers sans suspendre le Bank Act. Pour d'autres, cette disposition est une satisfaction accordée à ceux qui réclament un système d'émission plus souple.

Enfin la loi prévoit que le gouvernement fixera la date du transfert du papier monnaie d'Etat à la Banque d'Angleterre; à partir de cette date, les Currency Notes seront remplacés, après préavis de trois mois, par des billets de banque et ils perdront cours légal. (Les nouveaux billets de la Banque d'Angleterre ont été mis en circulation en novembre 1928.)

Il est indéniable que cette réforme a modifié profondément le régime monétaire britannique tel qu'il avait été établi par le Bank Act de 1844.

En vertu de cette charte la Banque d'Angleterre com-

portait deux « départements » bien distincts, celui de l'émission — Issue department — et celui des opérations de banque — Banking department.

Le premier est exclusivement chargé de l'émission des billets. Le second reçoit uniquement des dépôts de l'Etat et des établissements de crédit. Des valeurs du Trésor aliénables et des effets de commerce composent son actif qui comprend en outre des espèces métalliques et une réserve de billets fournie par le département de l'émission, dans la proportion minimum de 30 % par rapport aux exigibilités.

La nouvelle loi monétaire n'a pas changé cette organisation; les innovations consistent, d'une part, comme nous le disions plus haut, dans une certaine souplesse d'émission introduite par l'article 8 et d'autre part dans les modifications apportées au régime du gage métallique.

Les billets de la Banque d'Angleterre devaient, on le sait, être gagés intégralement par une encaisse métallique, réserve faite pour une certaine somme — elle était de 20 millions de livres en 1928 — représentée par une dette de l'Etat et des fonds publics inaliénables.

Après le vote de la loi l'encaisse or ne représentait donc plus que 38 % du montant des émissions qui était fixé à 417 millions de livres. Le complément 62 % avait pour contre-partie 5 millions 1/2 de monnaie d'argent du « Currency notes department » et 234 millions de bons du Trésor négociables mais constituant en fait un actif immobilisé.

Cette réforme présentée quelques semaines avant la stabilisation du franc a suscité de nombreux commentaires. Il faut d'ailleurs noter que comme notre stabilisation, elle a purement consacré un état de fait.

On a naturellement établi des comparaisons et on a invoqué l'exemple de l'Angleterre pour s'élever contre les remboursements des avances de la Banque de France; nous avons cité à cet égard les interventions de MM. Palmade et Nogaró. M. le professeur Jèze a soutenu la même thèse dans un article du *Journal des Finances* du 11 mai 1928 qui a fait l'objet d'une réfutation de M. Frédéric Jenny (*Temps économique* du 14 mai).

Avec le recul du temps et les résultats de l'expérience

il n'y a aucun mérite à prendre parti. Il semble bien aujourd'hui que les adversaires du remboursement intégral des avances de la Banque de France avaient raison. En effet, le 24 mai 1928 ces avances s'élevaient à 22.600 millions; la réévaluation des encaisses de la Banque ayant fait apparaître en faveur de l'Etat un solde créditeur de 17.200 millions, le résidu d'inflation n'aurait pas été supérieur à 6 ou 7 milliards. Était-il utile alors d'emprunter 10 milliards pour parfaire le remboursement? Nous hésitons à répondre, car il est impossible de connaître la répercussion qu'auraient pu avoir ces milliards-crédits — nous avons dit qu'il ne s'agissait pas d'argent thésaurisé — sur la tenue ultérieure du franc.

Il reste que l'Angleterre a accompli sa réforme avec un succès qui avait été préparé par des mesures techniques irréprochables: équilibre budgétaire, consolidation de la dette flottante, déflation partielle. Cette réforme lui a coûté fort cher puisque la réalisation des conditions préalables a jeté le trouble dans son économie générale et qu'elle est encore aujourd'hui durement atteinte par le chômage; des causes extérieures ont aggravé les effets d'une fiscalité trop lourde et si notamment son commerce extérieur a marqué un déclin, c'est que tandis qu'elle revenait à l'étalon d'or des pays voisins lui faisaient sur tous les marchés une concurrence redoutable, favorisée par un change avili. Sous ces réserves cet exemple démontre encore une fois la vertu des saines méthodes financières et budgétaires.

L'AMORTISSEMENT DE LA DETTE

La mauvaise gestion des finances publiques au lendemain de la guerre, la nécessité de procéder à des emprunts pour la restauration des régions dévastées excluaient une politique d'amortissement de la dette, car en toute correction on n'amortit vraiment qu'avec des excédents budgétaires.

Il existait cependant une forme d'amortissement qui avait été instituée par la loi établissant une contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre; les redevables pouvaient, en effet, s'acquitter de cet impôt par versement de titres des emprunts de guerre. D'après l'Inventaire, cité par M. Gaston Jèze il avait été versé ainsi au 31 juillet 1924, 393 millions de francs de rentes représentant un capital de 7.254 millions.

Cet amortissement était purement fictif. Il privait de ressources importantes le budget qu'on était obligé d'équilibrer avec des emprunts de plus en plus onéreux. On s'en est tout de même rendu compte et la loi du 22 mars 1924 a supprimé la faculté de se libérer en rentes de la contribution sur les bénéfices de guerre.

Jusqu'en 1924 la question de l'amortissement ne se posait donc pas et ne pouvait pas se poser. Mais les événements devaient en faire germer l'idée qui n'a pris vraiment corps qu'en 1926.

Les budgets tendaient péniblement vers l'équilibre et la période d'emprunts n'était pas close même en 1924; elle l'a été virtuellement car les atteintes portées au crédit public ont, en fait, interdit toute politique d'emprunt. L'année 1925 a été marquée on l'a vu par une baisse lente du franc et aussi des valeurs d'Etat.

On a alors songé à restaurer le crédit en instituant une caisse d'amortissement dont on escomptait plutôt un effet psychologique que technique.

Diverses propositions ont été présentées dans cet objet soit par les gouvernements soit par les groupes politiques.

L'amortissement y était prévu avec une dotation annuelle fournie soit par des impôts annuels, soit par un prélèvement extraordinaire et unique sur le capital. A la première méthode se rattachent les projets Clémentel, Caillaux, Painlevé, Loucheur, Doumer; à la seconde les propositions du parti socialiste et deux projets gouvernementaux, celui du Cabinet Herriot en avril 1925 et celui du Cabinet Painlevé en novembre 1925¹.

Aucun de ces projets n'est devenu définitif et c'est la loi de finances du 29 avril 1926, *J. O.* du 20 avril, qui, la première, a institué une caisse d'amortissement dans ses articles 170 à 180 ci-dessous :

170. — Il est institué une caisse d'amortissement autonome, établissement public jouissant de la personnalité civile, qui est chargée d'assurer l'amortissement de la dette publique.

171. — La caisse d'amortissement instituée par la loi du 28 avril 1816 est supprimée; elle sera liquidée et le solde actif de son compte sera versé à la caisse créée par l'article 170 de la présente loi.

172. — L'amortissement se fera, selon un plan arrêté par le conseil de gérance de la caisse et le Ministre des finances, dans des conditions déterminées par un règlement d'administration publique.

173. — La caisse d'amortissement est gérée par le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations, sous l'autorité et le contrôle d'un conseil de gérance.

Ce conseil, dans les limites du plan visé à l'article précédent, règle les conditions d'emploi des ressources de la caisse. Il établit chaque année, avant le 31 mars, un rapport sur les opérations de la caisse pendant l'année écoulée. Ce rapport est présenté par son président au Sénat et à la Chambre des députés; il est inséré au *Journal officiel*.

Le caissier général de la caisse des dépôts et consignations remplira les fonctions de caissier de la caisse d'amortissement.

174. — Le conseil de gérance est composé comme suit :

1. Pour l'étude de ces projets, voir M. Gaston Jèze, *Cours de Science des finances*, 1926.

Un sénateur, élu par le Sénat pour quatre ans et rééligible, président;

Un député, élu par la Chambre des députés pour quatre ans et rééligible, vice-président;

Le vice-président du Conseil d'Etat;

Le premier président de la cour de cassation;

Le premier président de la cour des comptes;

Le gouverneur de la Banque de France;

Le directeur général du Crédit national;

Le directeur général de la Caisse des dépôts et consignations;

Le directeur du mouvement général des fonds;

Le directeur de la dette inscrite;

Le syndic de la compagnie des agents de change de Paris;

Le président de l'assemblée des présidents des chambres de commerce;

Le président de l'association nationale des porteurs français de valeurs mobilières;

Le président de la confédération nationale des associations agricoles;

Le président de la fédération nationale de la mutualité et de la coopération agricoles;

Le président de la confédération générale de la production française;

Le secrétaire général de la confédération générale du travail;

Le président de la confédération générale de l'artisanat français;

Le président de la fédération nationale des sociétés coopératives de consommation;

Le président de la fédération nationale des sociétés coopératives de production;

Le président de l'association nationale des notaires de France;

Le président de la fédération nationale de la mutualité française;

Le délégué général de la confédération des travailleurs intellectuels.

Le conseil de gérance peut déléguer, dans les conditions

qui seront fixées par un règlement d'administration publique, une partie de ses pouvoirs à une commission permanente de cinq membres, désignés dans des conditions qui seront fixées par le même règlement.

175. — Les sommes versées à la caisse d'amortissement sont employées en premier lieu, à l'amortissement de la dette intérieure et extérieure pour un montant égal aux crédits inscrits à ce titre au budget général, et, en second lieu, suivant le choix du conseil de gérance, à l'achat et au remboursement de rentes sur l'Etat, perpétuelles et amortissables, d'obligations du Trésor, ainsi que de valeurs émises par le Crédit national.

Ces achats ne peuvent porter sur les rentes ou valeurs en cours d'émission.

176. — Les ressources de la caisse d'amortissement comprennent :

1° Le solde actif que laissera la liquidation de la caisse instituée par la loi du 28 avril 1816;

2° Une somme égale au montant des crédits ouverts au budget général au titre de l'amortissement de la dette intérieure et extérieure;

3° Une annuité inscrite chaque année au budget général;

4° Le solde du compte ouvert dans les écritures du Trésor pour l'imputation provisoire des impôts établis par la loi du 4 décembre 1925;

5° Tous excédents de recettes sur les dépenses du budget général, constatés en clôture d'exercice, qui seront versés à la caisse dès que les comptes en auront été arrêtés;

6° Les dons et legs faits à l'Etat sans affectation spéciale, ou faits directement à la caisse d'amortissement;

7° Le produit de loteries dont les modalités seront fixées par décret contresigné par le Ministre des finances;

8° A partir du 1^{er} janvier 1927, le produit de la vente des immeubles de l'Etat qui seront aliénés dans les conditions prévues par l'article 217 de la loi de finances du 13 juillet 1925;

9° Toutes autres ressources spéciales qui pourraient lui être attribuées par la loi et notamment le montant des contributions volontaires inscrites au compte spécial ouvert par application de l'article 12 de la loi du 31 mars 1926;

10° Eventuellement le produit de la revision des marchés passés par l'Etat au cours et à l'occasion de la guerre.

177. — Les titres acquis par la caisse d'amortissement sont annulés et ne peuvent, en aucune circonstance et pour aucun motif, être vendus ou mis en circulation. Ils sont rayés du Grand-Livre de la dette publique dans le mois de leur acquisition.

Toute personne qui usera de son pouvoir ou de son autorité pour affecter ou faire affecter à un emploi autre que les achats de titres énumérés à l'article 175 les ressources de la caisse d'amortissement, ou qui aura participé d'une façon quelconque à la vente ou à l'achat de titres acquis par cette caisse, sera punie des peines de la réclusion, sous réserve de l'application de l'article 463 du code pénal.

178. — Sont publiés au *Journal Officiel*, tous les mois, un relevé, par nature de fonds, des achats et des amortissements effectués par la caisse d'amortissement, et, tous les trois mois, le compte des recettes et des dépenses de cette caisse.

179. — Les versements de l'Etat à la caisse d'amortissement ne pourront être faits qu'en espèces.

Il n'y aura pas de compte courant entre le Trésor public et la caisse d'amortissement.

180. — Les pièces relatives à l'exécution des articles concernant la susdite caisse seront délivrées gratuitement et dispensées des droits de timbre et d'enregistrement. »

Si cette caisse avait un mérite, celui d'exister, elle ne le devait qu'à la pression des événements. Mais il lui manquait surtout des ressources puisqu'elle ne recevait, en somme, que la dotation de l'amortissement contractuel inscrite au budget; le montant de l'annuité budgétaire prévue au paragraphe 3 de l'article 176 étant laissé à la discrétion du Parlement il y avait tout lieu de craindre que la Caisse disposerait de faibles ressources pour l'amortissement proprement dit.

Par ailleurs aucune mesure n'était prévue pour l'aménagement de la dette à court terme et de la dette flottante.

LA CAISSE AUTONOME D'AMORTISSEMENT D'AOUT 1926.

Le volume de l'amortissement était notoirement insuffisant et c'est avec des directives toutes différentes et des moyens puissants qu'était créée par la loi du 7 août 1926¹ « la Caisse Autonome de gestion des bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la dette publique, établissement public jouissant de la personnalité civile et de l'autonomie financière » (article 1^{er}, paragraphe 1).

Pour renforcer ces dispositions la loi du 10 août² donnait le caractère constitutionnel à l'autonomie de la Caisse et à une partie de sa dotation. Cette formalité solennelle répondait sans doute à une double préoccupation; l'une visait à la mise en action des facteurs psychologiques qui jouent un rôle de plus en plus grand dans les phénomènes financiers et monétaires; l'autre avait pour objet de mettre les ressources à l'abri des convoitises et d'assurer un amortissement régulier et continu. Déjà M. Herriot avait senti la nécessité, plus impérieuse encore en période de grande crise, de dissiper le scepticisme au milieu duquel naît une caisse d'amortissement, scepticisme bien naturel lorsqu'on connaît l'histoire des institutions similaires, et dans sa déclaration ministérielle du 21 juillet 1926 il affirmait sa volonté de donner l'autonomie à la Caisse d'Amortissement projetée, ajoutant que « le Gouvernement était disposé à consacrer ses dotations, au besoin par la forme des lois constitutionnelles. »

Nous allons décrire successivement l'organisation administrative de la Caisse Autonome, ses attributions, ses ressources sa gestion et enfin l'œuvre d'amortissement.

I. — Organisation administrative

Le Conseil d'Administration se compose d'un Comité Financier et d'un Comité Technique, ce dernier ayant particulièrement dans ses attributions l'exploitation du monopole des tabacs.

1. J. O., 8 août.

2. J. O., 11 août.

Voici la composition de ces deux comités :

a) Comité financier :

Un Sénateur élu par le Sénat

Un Député élu par la Chambre des Députés;

Le Gouverneur de la Banque de France;

Le Directeur Général de la Caisse des Dépôts et Consignations;

Le Directeur du mouvement général des fonds ;

Le Syndic de la Cie des Agents de Change de Paris;

Le Président de l'Association Nationale des Notaires de France;

Le représentant des établissements de crédit désigné par le Ministre des Finances;

Un comptable du Trésor, désigné par le Ministre des Finances.

Le Président de l'Association Nationale des porteurs de valeurs mobilières ou son représentant;

b) Comité technique :

Deux membres représentant le Ministre des Finances :

Le Directeur Général de l'exploitation industrielle des tabacs;

Un membre désigné par l'Académie d'Agriculture;

Un commerçant et un industriel désignés par l'Assemblée des Présidents des Chambres de commerce;

Trois membres choisis par le Ministre des Finances dans le Conseil consultatif des tabacs dont un parmi les représentants élus des planteurs de tabacs et un parmi les représentants des débitants, agents de culture ou personnel ouvrier.

A ces deux organismes est adjoint un conseil consultatif de 10 membres composé de représentants des intérêts économiques, chargé de donner des avis, soit de sa propre initiative, soit à la demande du comité technique.

Le conseil d'administration doit soumettre tous les ans au Ministre des Finances les prévisions du budget de la Caisse Autonome et établir un rapport sur sa gestion; cette gestion est d'ailleurs soumise aux vérifications de l'Inspection des finances et à la juridiction de la Cour des Comptes.

II. — Attributions de la Caisse.

Les bons de la Défense Nationale avaient fait courir les plus grands risques aux finances publiques. Il suffisait du moindre événement pour provoquer des demandes de remboursements massifs et comme nous le rappelions plus haut les retraits de fonds par les porteurs de bons en juillet 1926 avaient littéralement vidé les caisses du Trésor. C'est pour écarter ce danger dans l'avenir qu'a été créée, avec des garanties et des ressources importantes, la Caisse Autonome avec sa triple mission :

- 1^o Gestion des bons de la Défense Nationale;
- 2^o Exploitation industrielle des tabacs;
- 3^o Amortissement de la dette publique.

Mais la préoccupation immédiate était la gestion des bons de la Défense Nationale; l'amortissement, au sens large du mot, prévu par l'article 1^{er} (paragraphe 1) n'était pas compris dans les attributions de la Caisse, définies, ou mieux, précisées dans le paragraphe 2.

Art. 1^{er}. — Il est institué une Caisse Autonome. Cette caisse est chargée :

1^o D'assurer le service des intérêts, du remboursement et du renouvellement des bons de la Défense Nationale. Les bons ordinaires du Trésor actuellement en circulation seront également gérés par la caisse et ne pourront être renouvelés que sous forme de bons de la Défense Nationale.

2^o D'exploiter, jusqu'à l'amortissement complet des bons de la Défense Nationale et des obligations que la caisse sera autorisée à émettre, le monopole de l'achat, de la fabrication et de la rente des tabacs.

.....

Ainsi la Caisse Autonome ne devait assurer que la gestion des bons de la Défense Nationale¹; l'amortissement de la dette consolidée était formellement exclu de ses attributions.

1. Il importe de noter que le § 2 de l'article 1^{er} supprimait l'émission des bons ordinaires du Trésor.

Les modalités de cette gestion ont été ainsi réglées par la loi du 7 août, art. 4. Le taux d'intérêt des Bons de la Défense Nationale est fixé par décret après l'avis du conseil d'administration. Les prix des tabacs seront fixés par décret, sur proposition du Conseil d'Administration qui pourra tenir compte de la variation des indices.

Art.5. — Le montant maximum des bons gérés par la Caisse Autonome est fixé à 49 milliards de francs. Ce maximum sera abaissé chaque année du montant des bons amortis. La circulation réelle des bons pourra, toutefois, dépasser temporairement le maximum dans la limite de 6 %.

III. — Les ressources de la Caisse.

Elles sont fixées ainsi par l'article 6 de la loi du 7 août 1926 :

« Les ressources de la Caisse Autonome en vue de la gestion et de l'amortissement des bons de la Défense Nationale comprennent :

1° Le produit net des recettes des tabacs;

2° Si ce produit est insuffisant pour assurer le service de l'intérêt des bons gérés par la Caisse et des titres émis par elle, une annuité budgétaire d'un montant correspondant à cette insuffisance.

3° Le produit en espèces ou en bons de la Défense Nationale de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation dont la perception a été autorisée par l'article 18 de la loi du 3 août 1926.

4° Le produit en espèces ou en bons de la Défense Nationale de la taxe successorale et des droits de mutation par décès visés à l'article 10 de la loi du 3 août 1926¹;

5° Tous excédents de recettes sur les dépenses du budget général constatés en clôture d'exercice, qui seront versés à la caisse dès que les comptes en auront été arrêtés;

6° Les dons et legs faits à la caisse;

7° Le produit de loteries dont les modalités seront fixées par le Ministre des Finances après avis du conseil d'administration de la caisse;

1. Une annuité de 490 millions a été inscrite au budget de 1927.

8° Le solde actif que laissera la liquidation de la caisse instituée par la loi du 28 avril 1816;

9° Toutes ressources supplémentaires que les Chambres affecteraient ultérieurement à la dotation de la caisse.

La Caisse peut se faire consentir des avances et émettre des titres gagés, le cas échéant, sur les recettes des tabacs.

Le taux d'intérêt et la nature des titres prévus à l'alinéa précédent feront l'objet d'un décret rendu sur la proposition du Ministre des Finances après avis du Conseil d'Administration de la Caisse.

La caisse est également habilitée à recevoir les contributions volontaires.

L'article 7 prescrit l'annulation des titres de rentes et valeurs du Trésor remis en paiement de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation, des droits de succession par décès et de la taxe successorale.

La loi du 10 août a renforcé ces dispositions en donnant le caractère constitutionnel à la fraction la plus importante de ces recettes. L'article unique de cette loi stipule que seront affectés à cette caisse, jusqu'à l'amortissement complet des bons de la Défense nationale et des titres créés par la caisse :

« 1° Les recettes nettes de la vente des tabacs;

« 2° Le produit de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation, le produit des droits de succession et les contributions volontaires.

« Le produit des ressources ci-dessus énumérées au cours du premier exercice qui suivra la promulgation de la présente loi, constitue la dotation annuelle minimum de la caisse d'amortissement. En cas de diminution ultérieure de ces ressources, un crédit au moins égal à cette insuffisance sera inscrit au budget. »

Cette loi contient deux dispositions capitales qui ne peuvent, naturellement, être modifiées que par une nouvelle loi constitutionnelle. D'abord elle affecte en propre à la Caisse des ressources très importantes en vue de l'amortissement des bons de la Défense Nationale et des titres créés par cette caisse; ensuite elle fixe pour l'avenir la

dotation minimum de la caisse au chiffre produit par ces ressources au cours du premier exercice.

Le budget pouvait donc être appelé, à deux titres, à verser des recettes à la Caisse Autonome. D'abord par une disposition purement législative, en vertu du paragraphe 3 de l'article 6 de la loi du 7 août qui met à la charge du budget, en cas d'insuffisance du produit net des recettes des tabacs, le service de l'intérêt des bons de la Défense Nationale et des titres créés par la Caisse. Ensuite par les dispositions de la loi constitutionnelle relatives à l'affectation des recettes dont le produit au cours du premier exercice constituera la dotation minimum, le budget devant, le cas échéant, combler l'insuffisance.

Le premier exercice est celui qui a commencé le 1^{er} janvier 1927; la dotation minimum est fixée à 5.405.800.800 fr. se décomposant ainsi :

Recettes nettes des tabacs	2.952.038.513
Taxe complémentaire à la première mutation	462.464.182
Droits de succession	1.941.465.138
Contributions volontaires, etc.	49.832.967

Il est peu vraisemblable que le budget ait à fournir un complément de ressources, car si certaines taxes sont appelées à diminuer, cette diminution sera largement compensée par la progression des recettes des tabacs.

Notons enfin que la loi a fixé la destination des diverses dotations. Les unes, celles des tabacs, et, le cas échéant, l'annuité budgétaire sont affectées par priorité au service de l'intérêt des bons de la Défense Nationale et des titres émis par la Caisse; les autres doivent être consacrées à l'amortissement de ces titres d'abord, de la dette publique ultérieurement en vertu d'une disposition sur laquelle nous reviendrons.

Les textes relatifs aux ressources de la Caisse autonome appellent deux remarques.

La première s'applique à l'article 6, paragraphe 5 de la loi du 7 août relatif aux excédents budgétaires à verser

à la Caisse « dès que les comptes en auront été arrêtés », formule dont M. Landry disait¹ :

« Je ne sais pas ce qu'elle veut dire exactement.

Voici l'opinion exprimée sur ce sujet par une personnalité particulièrement qualifiée, M. François Milan, Sénateur, Président du Comité Financier de la Caisse d'amortissement.

« On peut soutenir que l'excédent n'est réel et définitif que lorsque la balance de l'exercice aura été arrêtée par la Cour des Comptes et qu'aura été votée et promulguée la loi de règlement du budget... Mais la disposition de la loi du 7 août 1926 a-t-elle bien ce sens rigoureux que certains veulent lui donner ? Elle ne fait nulle mention du contrôle de la Cour des Comptes, ni de loi de règlement du budget. Elle exige simplement que l'exercice soit clos, et que les comptes en soient arrêtés.

Or il suffit de lire le décret du 31 mai 1862 qui réglemente la comptabilité publique pour savoir que l'exercice du budget est la période d'exécution de ce budget, qu'il commence le 1^{er} janvier et se termine le 31 décembre de chaque année, que c'est pendant cette période seulement que les dépenses correspondant à des services faits et des droits acquis, peuvent être engagées. Passé cette date aucune dépense nouvelle ne peut être faite; mais l'exécution du budget se continue pour les recettes restant à effectuer et pour les dépenses à solder jusqu'au 31 mars suivant; pour les paiements jusqu'au 30 avril.

Nous acceptons de prolonger l'exercice jusqu'au 30 juin, pour la régularisation des crédits supplémentaires de dépenses obligatoires dont le montant ne peut être définitivement connu qu'après l'exécution des services...

On ne peut aller plus loin dans la recherche de la vérité, et point n'est besoin d'attendre plusieurs années pour reconnaître qu'il y a un excédent budgétaire. Six mois suffisent après la clôture de l'exercice, pour établir une

1. Chambre des Députés, Débats, 2^e séance du 12 mars 1929.

balance sérieuse et permettre d'attribuer à la Caisse ces plus-values qui sont sa propriété¹ ».

Cette argumentation est des plus solides et il semble bien difficile de la réfuter. Cependant le texte en cause a été interprété strictement comme désignant la loi de règlement prévue par l'article 102 de la loi du 15 mai 1818; or cette loi intervenant, en général, plusieurs années après la clôture de l'exercice, la Caisse d'amortissement ne peut recevoir en droit les excédents budgétaires qu'avec un retard de trois ans et même davantage. Il semble bien que la rédaction de l'article incriminé soit défectueuse : « après le vote des cahiers de crédits supplémentaires eut été une formule plus heureuse et plus claire ».

En fait cette prescription n'a pas été suivie à la lettre et la Caisse a reçu une partie des excédents sous forme d'acomptes : 490 millions au titre de 1927, 1.500 millions au titre de 1928.

Pour l'exercice 1929 la caisse sera frustrée de sommes assez importantes. Cet exercice a été d'une durée exceptionnelle de 15 mois en vertu de la loi du 27 décembre 1929 qui a reporté au 1^{er} avril la date d'ouverture de l'année budgétaire.

Or les dépenses des trois derniers mois ont été couvertes avec les ressources de Trésorerie et les seuls impôts indirects.

Il eut été juste de procéder à une émission supplémentaire de rôles, au titre des impôts directs non seulement pour respecter la loi instituant l'amortissement mais pour maintenir entre les deux grandes catégories d'impôts cet équilibre dont parlait M. Poincaré.

La seconde remarque s'applique aux dispositions des deux lois portant affectation de recettes. L'article 1^{er}, paragraphe 3 de la loi du 7 août charge la Caisse « d'exploiter le monopole du tabac jusqu'à l'amortissement complet des bons de la Défense Nationale et des obligations qu'elle sera autorisée à émettre ». D'autre part l'article unique de la loi constitutionnelle stipule que « seront affec-

1: *L'Information financière* du 23 mars 1929.

tés à cette caisse *jusqu'à l'amortissement complet des bons de la Défense Nationale et des titres créés par la Caisse* :

1^o les recettes nettes de la vente des tabacs;

2^o le produit etc.....

Quelle interprétation peut être faite de ces textes ? C'est que lorsque cet amortissement sera terminé il n'y aura plus de recettes constitutionnelles, autant dire plus de recettes. Si la politique d'amortissement doit se poursuivre, bien que l'histoire laisse peu d'espoir à cet égard, la Caisse sera tenue, afin de recevoir des ressources, de laisser en circulation, soit des bons, soit des titres qu'elle aura émis. Qu'une pression soit exercée en vue du remboursement rapide de cette dette flottante et des obligations de la Caisse et il suffira d'une simple loi pour supprimer l'amortissement.

Les détails d'organisation de la Caisse Autonome ont été réglés par le règlement d'administration publique du 3 août 1926 dont nous citerons seulement un fragment de l'article 24 relatif à la trésorerie : « le compte courant que la Caisse d'Amortissement instituée par les articles 170 à 181 de la loi du 29 avril 1926 s'était fait ouvrir à la Banque de France sera transféré au nom de la Caisse Autonome.

A titre transitoire et pour la période pendant laquelle le Conseil d'administration estimera cette mesure nécessaire, la Caisse pourra se faire ouvrir un compte qui ne sera productif d'intérêts, ni au profit de la Caisse ni au profit du Trésor. »

Voilà rapidement esquissés la structure juridique et administrative de ce nouvel organisme, avec les moyens dont il était doté.

IV. — La gestion des Bons¹

La Caisse Autonome a commencé ses opérations le 1^{er} octobre 1926¹; elle prenait en charge 48.168 millions de dette flottante se décomposant ainsi :

1. Arrêté du 18 septembre, *J. O.*, 19 septembre.

Bons de la Défense nationale à 1 mois ..	4.869	millions
Bons de la Défense nationale à 3 mois ..	3.454	—
Bons de la Défense nationale à 6 mois ..	4.337	—
Bons de la Défense nationale à 1 an	34.196	—
Bons du Trésor à moins d'un an	1.312	—

Les ressources dont elles disposait pour faire face à des échéances mensuelles, variant entre 7 et 8 milliards, étaient assez faibles; les recettes des tabacs ne pouvaient pas suffire au service des intérêts des bons de la Défense nationale et une annuité de 490 millions avait été inscrite au budget de 1927. Elle n'avait comme avances qu'une somme de 203.288.107 frs dont 68 millions versés par le Trésor en acompte sur le solde de l'ancienne caisse d'amortissement, et 135.288.107 frs montant des contributions volontaires au 30 septembre 1926.

Obligations de la Caisse d'amortissement.

Elle manquait donc de fonds de roulement; elle s'en est procuré par un emprunt indirect.

D'après le rapport du Conseil d'Administration pour la période du 1^{er} octobre 1926 au 31 décembre 1927, ce fonds de roulement a été créé « en utilisant, grâce à la confiance renaissante qui ramenait les souscripteurs, la marge entre la circulation effective des bons et le maximum légal fixé à 49 milliards, près de 52 avec la tolérance de 6 % ».

La caisse autonome a élargi cette marge en procédant à un emprunt de consolidation des bons de la Défense Nationale, escomptant les souscriptions futures pour constituer le fonds de roulement.

Ce procédé comportait une complication bien inutile; on annulait des bons pour en émettre de nouveaux. Pourquoi ne pas recourir directement à l'argent frais ou tout au moins, si on tenait à faire bénéficier les porteurs de bons des avantages du nouvel emprunt, pourquoi n'avoir pas prévu les versements, partie en bons, partie en argent frais.

Ce procédé présentait en outre des dangers; il pouvait arriver que la consolidation portât sur des bons à un an et que, les souscriptions nouvelles étant opérées en bons à un et trois mois, la dette à très court terme fût augmentée. Simple hypothèse qui heureusement ne s'est pas réalisée.

Voici les principales dispositions du décret du 15 septembre 1926¹ fixant les conditions de cet emprunt.

Les obligations de 500 frs, jouissance du 1^{er} octobre, amortissables en 40 ans au maximum seront émises au pair, et seulement contre remise de bons de la Défense Nationale

D'après le tableau d'amortissement, les titres seront répartis en séries de 25 millions chacune. La caisse aura la faculté de procéder à des rachats en bourse jusqu'à concurrence des $\frac{3}{4}$ de la valeur des titres à rembourser.

Les arrérages devaient comprendre :

1^o un intérêt fixe 6 %;

2^o un revenu variable de 0,50 par an et par obligation pour chaque excédent annuel de 100 millions du montant des ventes des tabacs sur un produit fixe de 2 milliards, ce revenu variable devant être au minimum de 5 francs par an et par obligation.

La prime de remboursement des obligations amorties était établie sur la même base; elle était fixée à 5 francs par obligation pour chaque excédent de 100 millions du montant des sommes encaissées au delà de 2 milliards, au titre de la vente des tabacs, sans pouvoir être inférieure à 100 francs.

Cet emprunt inaugure, sous la forme amortissable, la série des opérations de conversion déjà étudiées.

La formule était heureuse et attrayante pour les capitaux; le revenu minimum était de 7 % et le remboursement de 600 francs par obligation. Mais le jeu du superdividende était susceptible de devenir onéreux pour la Caisse Autonome, étant basé non pas sur les bénéfices nets, mais sur le développement de la vente des tabacs; il l'a été, en effet ainsi que le montre le tableau ci-dessous du montant des coupons semestriels.

18,50 le 1 ^{er} avril	1.927
18,75 le 1 ^{er} octobre	1.927
19,50 le 1 ^{er} avril	1.928
20,25 le 1 ^{er} avril	1.929

Le contrat renfermait heureusement une clause réservant à la Caisse autonome la faculté de rembourser à toute époque tout ou partie des titres en circulation. Elle en a usé d'ailleurs dès que les conditions du marché l'ont permis et en février 1929 elle a procédé à la conversion de ces titres en nouvelles obligations à 4,50 %.

Ainsi conçu cet emprunt ne pouvait pas fournir des ressources immédiates à la Caisse Autonome, mais il lui a donné une marge d'émission des bons de la Défense nationale de près de 6 milliards¹.

L'abondance des disponibilités sur le marché a provoqué un afflux de souscriptions et dès le début de décembre la Caisse autonome disposait de 3 milliards dont 1.200 millions de provision au Trésor et 1693 millions à la Banque de France.

Aménagement des échéances.

La Caisse Autonome ne s'est pas trouvée dans l'obligation d'engager cette provision et elle a dû plutôt se défendre contre l'abondance des capitaux attirés par un rendement intéressant variant de 3,60 à 6 %¹.

La nécessité s'imposait en outre d'aménager cette dette flottante, à la fois onéreuse et dangeureuse pour les finances publiques. Dans cette œuvre d'aménagement, le Conseil d'Administration semble avoir tablé sur un volume à peu près constant de capitaux en quête de placements à court terme; cette idée directrice lui a permis de pratiquer très heureusement une politique à double effet: suppression des bons à très court terme et diminution des intérêts, grâce au glissement qui se produisait de la catégorie des bons supprimés vers celles dont l'émission continuait.

Dès le premier décembre l'intérêt des bons à un mois est ramené à 3 % (3,20 et 3,40 pour les bons reportés à deux et trois mois); le dix décembre la souscription aux bons à

1. Bons à un an 6 %; bons à six mois 5,50 %; bons à trois mois 5 %; bons à un an 3,60 %, 3,90 %, 4,20 % selon qu'ils étaient présentés au remboursement à 1, 2 ou 3 mois d'échéance.

un mois est limitée aux renouvellements et même sous cette forme, toute émission est suspendue à partir du 16 décembre.

Il pouvait en résulter une recrudescence de demandes des bons des autres catégories; aussi a-t-on eu soin d'en diminuer l'intérêt ramené à 4 % (3 mois), 4,50 (6 mois), 5,50 (1 an).

L'abondance des demandes a permis de limiter aux renouvellements, la souscription des bons à trois mois dès le 22 décembre et d'en suspendre toute émission à partir du 13 janvier 1927; cette dernière mesure était appliquée aux bons à six mois le 29 janvier.

Entre temps la Caisse Autonome avait créé des bons à deux ans, émis depuis le 1^{er} janvier avec un intérêt de 6 %, de 6,80 en réalité, car il était versé intégralement au moment de la souscription.

Ces mesures provoquaient une recrudescence de souscriptions aux bons à un an; pour les raréfier l'intérêt en est ramené successivement à 5 % le 3 février, à 4 % le 11 avril, à 3 % le 6 mai, toute émission étant suspendue le 2 juin; une diminution corrélatrice est appliquée aux bons à deux ans, 5 % le 11 avril, 4,50 % le 22 juin.

Les résultats sont schématisés dans les tableaux ci-dessous des échéances et du volume de la circulation des bons :

<i>Nature des bons</i>	<i>Dernière échéance</i>
Un mois	10 mars 1927
Trois mois	13 avril 1927
Six mois	29 juillet 1927
Un an	2 juin 1928

Les bons à deux ans ayant été créés le 1^{er} janvier 1927 la Caisse Autonome ne devait procéder à aucun remboursement pendant le deuxième semestre de 1928.

Nature des Bons	Volume de la circulation en millions de francs			
	1 ^{er} oct. 1926	1 ^{er} avril 1927	31 déc. 1927	31 déc. 1928
Bons de la D. N. à 1 mois ...	4.869	10	6 ¹	»
— 3 mois ...	3.454	252	5 ¹	»
— 6 mois ...	4.337	4.800	32 ¹	»
— 1 an	34.196	38.548	18.244	»
— 2 ans	»	3.658	25.177	35.665
Bons du Trésor à moins d'un an	1.312	176	20 ¹	»
Totaux	48.168	47.444	43.484	35.665

Cette politique a procuré un double avantage: d'abord une réduction notable du montant des échéances mensuelles qui a permis à la Caisse d'amortissement de diriger à son gré l'aménagement de la dette, ensuite une diminution appréciable de la charge de service.

Au 1^{er} octobre 1926, la masse des bons d'une durée de un mois à six mois — 14 milliards — fixait entre 7 et 8 milliards la moyenne des échéances mensuelles. La suppression par paliers de l'émission de ces diverses catégories de titres à très court terme a ramené ce montant à 3 milliards dès août 1927: 17.874 millions de bons remboursables pendant le deuxième semestre de 1927, 17.469 millions² pendant le premier semestre de 1928.

Nous avons vu que, par suite de la suppression des bons à un an à dater du 2 juin 1927, la caisse autonome ne devait faire face à aucune échéance entre juin 1928 et janvier 1929.

1 Titres échus dont le remboursement n'avait pas été encore demandé.

2. Non compris les bons consolidés en rentes 5 % 1928.

Elle aurait pu prendre des dispositions en vue de ralentir pendant le deuxième semestre de 1927 l'émission des bons à deux ans, mais, comme l'indique le rapport pour cet exercice, la masse des bons à un an en circulation en juin 1927, 36 milliards, imposait une grande prudence et la nécessité d'augmenter le fonds de roulement pour parer à toute éventualité; les souscriptions des bons à deux ans l'y aidaient largement et voici le montant de ses disponibilités au 31 décembre 1927 (en milliers de francs) :

En caisse	169
A la Banque de France	6.472.011
Au Trésor	1.801.232
Devises étrangères	282.186
	8.555.598

A l'abri de cette provision, le Conseil d'administration de la caisse a inauguré, en janvier 1928, une nouvelle méthode d'émission des bons de la Défense Nationale; afin de la régler suivant les besoins, le Comité financier fixait chaque mois pour le mois suivant le montant maximum des titres à mettre en circulation.

Ce contingentement avait pour objet la répartition égale sur 24 mois du volume des bons et nous allons voir qu'il a produit des résultats excellents.

L'émission a été arrêtée à 2800 millions environ pour chacun des quatre premiers mois de 1928, puis a été ramenée à 1244 en mai, 417 en juin, 370 pour chacun des six derniers mois, qui ne comportaient aucun remboursement.

La consolidation et l'escompte des bons opérés par les emprunts de 1927, 1928 et 1929 ont secondé cette politique et le montant des échéances mensuelles qui était de 3 milliards pour le premier semestre de 1928 — 1 500 millions pour l'année entière — est tombé à 1 350 millions en 1929.

Au cours de ce dernier exercice la méthode du contingentement a porté tous ses fruits. Le 31 décembre 1929 la circulation totale était de 28.491 millions se répartissant

également sur deux exercices : en effet les émissions de 1929 s'étant élevées à 14.380 millions il resté que 1930 devra faire face à 14.111 millions de remboursements, à une cadence mensuelle de 1.175 millions, inférieure de 25 millions seulement à celle de 1931.

Ce résultat admirable — l'expression ne nous paraît pas excessive — juge l'œuvre des dirigeants de la Caisse autonome; il fait justice des critiques portées ici et ailleurs sur certains détails de leur gestion et on l'apprécie davantage, la relativité donnant du relief aux événements, si on se reporte aux heures angoissantes de 1926.

Mais si les bons sont devenus une sorte de dette flottante « dirigée », ce n'est pas le seul avantage obtenu; il a été doublé d'une diminution de la charge des intérêts.

Dès les premiers mois de sa gestion le Conseil d'Administration s'était appliqué à supprimer progressivement les bons à court terme et il est parvenu, on l'a vu, à ne plus émettre que des bons à deux ans; d'autre part, la Caisse Autonome a été appelée à coopérer, par les consolidations de bons, à l'œuvre d'assainissement monétaire. Mais l'allongement des échéances et notamment la prise en charge d'une dette amortissable à long terme devait inévitablement aggraver la charge des intérêts. Pour contre-balancer cette augmentation le Comité Financier a diminué progressivement les taux d'intérêt des bons de la Défense Nationale ainsi que nous l'avons déjà dit; le tableau ci-dessous permet de suivre les étapes de ce plan méthodique.

Dates	Bons à 1 mois	Bons à 3 mois	Bons à 6 mois	Bons à 1 an	Bons à 2 ans
1 ^{er} oct. 1926....	3,60 %	5 %	5,50 %	6 %	" "
1 ^{er} déc. —	3 % ¹	5 %	5,50 %	6 %	" "
16 déc. —	Emission susp.	4 %	4,50 %	5,50 %	" "
1 ^{er} janv. 1927....	"	4 %	4,50 %	5,50 %	6 %
3 février —	"	Emission susp.	Emission susp.	5 %	6 %
11 avril —	"	"	"	4 %	5 %
6 mai —	"	"	"	3 %	5 %
2 juin —	"	"	"	Emission susp.	5 %
22 juin. —	"	"	"	"	4,50 %
24 avril 1928....	"	"	"	"	4 %
10 déc. 1929....	"	"	"	"	3,50 %
21 mai 1930....	"	"	"	"	3 %

Ainsi d'octobre 1926 à mai 1927 c'est-à-dire en huit mois l'intérêt des bons à un an a été réduit de 50 %; la politique de la Caisse autonome a été servie, il est vrai, par l'abondance des capitaux en quête de placements à court terme dont les bons de la Défense Nationale étaient le type par excellence. Si le même résultat n'a pas été acquis aussi rapidement pour les bons à deux ans — il n'a été atteint qu'au bout de trois ans —, une des raisons réside dans ce fait qu'il s'agit d'un placement à plus long terme. Il n'a pu l'être d'ailleurs que par la réduction progressive des offres en face de demandes soutenues. Il est toutefois remarquable qu'une diminution de 33 % ait pu être obtenue en 15 mois (janvier 1927-avril 1928).

1. 3,30 % à deux mois; 3,40 % à trois mois

Par son action, la Caisse Autonome a contribué à la baisse du loyer de l'argent; sa trésorerie en a bénéficié et aussi le budget de l'Etat ainsi qu'il ressort du tableau ci-dessous du taux de divers emprunts à terme moyen et à long terme :

<i>Date des opérations</i>	<i>Nature des Emprunts</i>	<i>Taux nominal</i>	<i>Taux réel</i>
Octobre 1926 ...	Obligations 6 %	6 %	8,11 %
Mai 1927.....	Rentes 6 % amortissables	6 %	6,15 %
Juillet 1927	Obligations du Trésor 6 % am.	6 %	6,33 %
Mai 1928.....	Rentes 5 % amortissables	5 %	5,13 %
Février 1929	Oblig. 4,50 % Caisse Aut.	4,50 %	4,82 %

La Caisse Autonome en a retiré des avantages appréciables; la charge annuelle moyenne des intérêts des bons qui était de 2.700 millions à l'origine était passée à 1.950 millions à la fin de 1928 à 997 millions en 1929, 900 millions en 1930. Il est bien entendu que cette réduction est due en partie à la diminution du volume des bons en circulation, 28.491 millions le 31 décembre 1929 contre 48.168 millions le 1^{er} octobre 1926; la différence, 20 milliards, a été soit remboursée soit consolidée et voici au 31 décembre la charge totale supportée par la Caisse Autonome, charge qui comprend non seulement les intérêts mais l'amortissement de la dette à long terme.

Intérêts à 3,50 % des bons de la D. N. à

2 ans 997 millions

Intérêts et primes de remboursement :

1^o des obligations 4,50 % de la Caisse Autonome

341 —

2^o des rentes 6 % 1927 amortissables à la charge de la Caisse

464 —

3^o des obligations 6 % 1927 amortissables à la charge de la Caisse

17 —

4^o des rentes 5 % 1928 amortissables à la charge de la Caisse

113 —

Total 1.932 —

L'abaissement à 3 % de l'intérêt des bons a ramené cette charge à 1.840 millions en 1930 en sorte qu'on constate une diminution globale de 960 millions depuis l'origine, soit 35 %. Ces chiffres sont trop éloquents pour qu'il soit utile de les souligner.

La circulation des bons.

Le volume de la circulation des bons avait été réglé par l'article 5 de la loi du 7 août 1926 ainsi libellé : « Le montant maximum des bons gérés par la Caisse Autonome est fixé à 49 milliards de francs. Le maximum sera abaissé chaque année du montant des bons amortis. La circulation réelle des bons pourra, toutefois, dépasser temporairement le maximum dans la limite de 6 % ».

D'après l'article 6 du règlement d'administration publique du 13 août le « Conseil d'Administration détermine, au début de chaque année, le montant maximum que la circulation des bons gérés par la Caisse Autonome ne devra pas dépasser ». Il doit s'en assurer au moyen des situations mensuelles fournies par le Comité financier et le cas échéant il doit prendre ou provoquer les mesures nécessaires pour ramener le montant de la circulation dans les limites légales.

Ce maximum qui était de 51.490 millions avec la marge de 6 %, pour le dernier trimestre de 1926, n'a pas été atteint; pendant cette période les émissions se sont élevées à 23.344 millions et les remboursements à 21.110 millions, le chiffre le plus élevé de la circulation ayant été enregistré fin décembre, 49.325 millions.

Trois milliards de bons avaient été consolidés en obligations 6 % émises par la Caisse Autonome en octobre 1926. En conformité de la loi, le Conseil d'administration a ramené le plafond des bons de 49 à 46 milliards pour l'exercice 1927, 48.760 millions en tenant compte de la marge de 6 %. Cet objectif était difficile à atteindre non pas tant en raison de l'excédent de la circulation, à peine 500 millions, que de la politique d'aménagement de la dette.

Cette politique était, en apparence sinon en réalité, en contradiction avec ce passage du rapport sur l'exercice 1927 où le Conseil d'Administration affirme « qu'il s'est constamment préoccupé de maintenir la circulation des bons dans les limites légales tout en conjuguant son action particulière avec la politique suivie au point de vue monétaire par le Gouvernement et la Banque de France. Il importait, en effet, de ne pas provoquer un amortissement trop accentué des bons de la Défense Nationale qui aurait eu pour effet de faire refluer de nouveaux capitaux sur un marché déjà abondamment chargé de disponibilités. »

Or pour appliquer les prescriptions de la loi, la Caisse Autonome jetait sur ce marché 1984 millions en autorisant l'escompte, c'est-à-dire le remboursement anticipé de bons de la Défense Nationale pendant les mois de janvier et de février et suspendait successivement l'émission des bons à trois mois et à six mois, les 13 et 29 janvier 1927. Tandis qu'elle adoptait ces mesures, le Trésor développait le volume de sa dette à vue en servant aux déposants un intérêt de 4 % et lançait une émission de 5 milliards de bons du Trésor; si ces dernières opérations pouvaient à la rigueur se justifier par le désir de rembourser la Banque de France, on ne saurait affirmer absolument que dans cette période la Caisse Autonome se soit prêtée à la solution du problème monétaire.

On ne saurait cependant contester qu'elle a pleinement réussi dans sa politique de réduction progressive de la fraction la plus dangereuse de la dette flottante, constituée par les bons dont l'échéance variait de un mois à six mois; le tableau ci-dessous permet de suivre les mouvements de ces titres :

*Circulation des bons de la Défense Nationale
à la fin de chaque mois (en millions de francs)*

1927	à 2 ans	à 1 an	à 6 mois	à 3 moi	à 1 mois	Total
31 janvier	633	35.904	6.255	2.734	1.703	47.229
28 février	1.752	37.160	5.502	1.585	409	46.408
31 mars.....	3.758	38.798	4.784	261	28	47.629
30 avril	5.627	40.833	4.086	23	15	50.584
31 mai.....	8.433	36.141	1.530	14	12	46.130
30 juin	11.092	34.734	1.125	12	10	46.973
31 juillet	12.494	32.020	282	10	9	44.815

Par rapport à la circulation totale ces bons ne représentaient plus que 21 % au 31 janvier 1927 contre 26 % au 1^{er} octobre 1926, 8 % le 30 avril 1927, 2,5 % le 30 juin.

Signalons que dans le courant d'avril la circulation a dépassé notablement le maximum légal, ayant atteint même 53 milliards. Ce fait s'explique par la faculté accordée aux porteurs de bons de souscrire à l'emprunt en rente 6 % 1927; la situation en fin de mois ne tient pas compte des titres déposés aux fins de souscription et après la clôture des opérations le volume de la circulation est rentré dans les limites légales.

La diminution du taux de l'intérêt des bons à un et deux ans, la suppression de l'émission des bons à un an, enfin la consolidation et l'escompte de bons à l'occasion de l'emprunt de juillet ont provoqué une réduction progressive de cette circulation qui était ramenée à 43.464 millions le 31 décembre 1927.

Les consolidations de bons ayant été opérées jusqu'à concurrence de 7.732 millions le Conseil d'Administration a abaissé d'autant le maximum légal qui s'est trouvé fixé pour 1928 à 38.268 millions, 40.564 millions compte tenu la marge de 6 %.

Le chiffre réel de la circulation accusant un dépassement de 3 milliards, la Caisse Autonome a autorisé comme au début de 1927, le remboursement anticipé de 2.169 millions de bons; d'autre part, en limitant le contingent mensuel d'émission elle est arrivée à comprimer le volume de la circulation qui s'est maintenu à partir de mars en deçà du maximum légal.

L'exercice 1928 a été marqué par la stabilisation légale du franc précédée du vaste emprunt en rentes 5 %. La Caisse Autonome a été appelée à collaborer à cette œuvre monétaire. Les bons de la D. N. ont été admis à la souscription mais par la convention du 30 avril 1928 la Caisse s'était réservé le droit d'escompter au Trésor un contingent des bons, le surplus devant être consolidé. Le total des titres présentés à la souscription s'est élevé à 5.321 millions et la circulation a diminué d'autant : 33.516 millions le 20 juin contre 38.597 millions le 31 mai.

Les derniers bons à un an sont venus à échéance en juin 1928. De ce fait, le dernier semestre ne comportait aucun remboursement et les émissions, limitées à une moyenne mensuelle de 370 millions, ont porté la circulation à 25.665 millions le 31 décembre 1928.

Pour tenir compte des consolidations effectuées en 1928 la Caisse Autonome a fixé le plafond à 25.487 millions, 37.616 millions avec la marge de 6 %, à partir du 1^{er} janvier 1929. La politique pratiquée en matière d'émissions qui permettait à la Caisse de les proportionner aux chiffres des échéances a singulièrement facilité sa tâche et le volume de la circulation n'a jamais atteint, au cours de cet exercice, le niveau légal. Il a même diminué de 7 milliards en raison de la consolidation de plus de 5 milliards de titres, transformés en obligations de la Caisse Autonome 4.50 %.

Ceci nous amène à donner les caractéristiques de cet emprunt.

Obligations de la Caisse Autonome 4,50 %, février 1929.

L'émission de cet emprunt met une fois de plus en lumière l'avantage pour le débiteur de se réserver dans les contrats d'emprunt, la faculté du remboursement anticipé.

Ainsi qu'on l'a vu le service des obligations de la Caisse Autonome 6 % 1926 devenait très onéreux; en effet le développement des recettes des tabacs majorait automatiquement le montant du coupon semestriel (20,25 le 1^{er} avril 1929 contre 18,50 le 1^{er} avril 1927) et celui de la prime de remboursement des titres amortis.

Aussi profitant de la diminution du loyer de l'argent et de la faculté qu'elle s'était réservée, la Caisse Autonome a décidé de procéder à la conversion de cet emprunt qui a été en même temps une opération de consolidation volontaire de la dette flottante.

En vertu de la décision du Conseil d'Administration de la Caisse Autonome¹ approuvée par le décret du 24 janvier 1929¹ les obligations 6 % 1926 de la Caisse Autonome restant en circulation au 1^{er} avril 1929 devaient être remboursées intégralement sur la base de 600 fr. par 500 fr. de capital nominal, non compris le coupon semestriel s'élevant à 20 fr. 25. Cependant ces obligations pouvaient être échangées, au gré des porteurs, contre les nouvelles obligations dont voici les caractéristiques :

Ces titres étaient d'un nominal de 1.000 fr.; des obligations de 500 fr. pouvaient être délivrées dans des cas limitativement désignés, mais elles n'étaient pas appelées à être cotées en bourse, la Caisse Autonome se réservant de les racheter au prorata de la valeur boursière des obligations de 1.000 fr.

Le revenu était fixé à 4,50 % et la prime d'émission à 6,50 % soit un rendement de 4,82 %.

L'amortissement est assuré au moyen d'une annuité constante et le capital, divisé en séries, est remboursable en 40 années au maximum.

Cet amortissement est effectué par remboursement au pair, à la suite de tirages au sort.

Les obligations peuvent être également rachetées en Bourse, mais sans que les sommes affectées à ces rachats puissent être imputées sur le montant des amortissements

1. J. O., 25 janvier 1929.

semestriels (ceci pour permettre le jeu de l'article 96 de la loi du 30 décembre 1928).

Enfin, clause devenue de style, la Caisse d'amortissement s'est réservé la faculté de rembourser par anticipation, au pair, à toute époque, à partir du 1^{er} avril 1934 tout ou partie des titres restant en circulation.

Quant aux bons de la Défense Nationale dont la consolidation était facultative ils étaient admis à la souscription, à la condition d'avoir été émis antérieurement au 17 février 1929.

Qu'il s'agisse de la conversion ou de la consolidation, les résultats ont été inespérés.

Les bons de la Défense Nationale apportés à la souscription se sont élevés à 5.352 millions; de ce fait et aussi par suite des excédents des remboursements sur les émissions le plafond légal a pu être ramené le 1^{er} janvier 1930 à 28.211 millions, 29.903 millions avec la marge de 6 %.

Quant à la conversion des obligations 6 % 1926 elle a été effectuée dans une proportion rarement atteinte. En effet sur 3 milliards de titres émis en 1926, 2.327 millions étaient encore en circulation et sur ce montant 2.164 millions ont été convertis, soit 93 %. Le solde, 163 millions, a été remboursé entraînant, avec la prime de remboursement de 20 % et le paiement du coupon d'avril un décaissement de 196 millions.

Le résultat n'a pas été seulement heureux pour la Caisse Autonome mais pour l'économie générale, car il a inauguré une ère nouvelle qui a permis aux collectivités de procéder à la conversion d'emprunts contractés antérieurement à des taux usuraires.

On peut dresser dès maintenant le bilan de la gestion de la Caisse Autonome dont la dette se compose :

- 1° des bons de la défense nationale à deux ans;
- 2° des obligations de la Caisse Autonome;
- 3° des titres de rentes sur l'Etat dont la charge des intérêts et de l'amortissement lui incombe parce qu'ils proviennent des consolidations de bons de la Défense Nationale.

Situation en capital au 31 décembre 1929 :

Bons de la Défense Nationale	28.491
Obligations de la Caisse Autonome 6 % 1926 ..	4
Obligations de la Caisse Autonome 4, 50 % 1929	7.504
Rentes amortissables 6 % 1927	7.327
Obligations 6 % 1927	277
Rentes amortissables 5 % 1928	2.262
	45.865 ¹

Il ressort de ce tableau que la diminution du volume des bons de la Défense Nationale pris en charge le 1^{er} octobre 1926 (28.491 millions contre 48.168 millions) se chiffre à 19 milliards 1/2 dont 18.570 millions ont été consolidés l'amortissement des titres s'est élevé seulement à un milliard. Ce résultat, à première vue illogique, est, on le sait, la conséquence de la coopération apportée par la Caisse Autonome à l'assainissement du marché des capitaux.

Il y a d'ailleurs à cette situation de larges compensations : d'une part l'aménagement de la dette et la sécurité des finances publiques; d'autre part la diminution de la charge des intérêts, enfin l'amortissement de la dette publique que nous retrouverons au paragraphe suivant.

Le volume de la dette, avons-nous déjà dit, peut sans doute présenter des inconvénients surtout lorsqu'il a tendance à se développer mais il est un autre élément, de valeur actuelle, c'est la charge imposée du contribuable. A cet égard les constatations sont intéressantes quand on se réfère aux dépenses de la Caisse Autonome en 1929, retracées dans le tableau ci-dessous :

En milliers de francs

Intérêt des bons de la Défense Nationale ...	1.150.182
Obligations 4, 50 % 1929 :	
a) Intérêts	159.878
b) Amortissement et rachats	37.714

1. Pour avoir un bilan exact, il faudrait retrancher de ce chiffre les disponibilités de la Caisse au 31 décembre, 7.219 millions.

Rentes 6 % 1927 :

a) Intérêts	441.928
b) Amortissement	76.701

Obligations 6 % 1927 :

a) Intérêts	16.701
b) Amortissement	0.925

Rentes 5 % 1928 :

a) Intérêts	119.082
b) Amortissement	7.641

 2.010.822

Pour saisir la signification de ces chiffres et mesurer les progrès réalisés il faut les rapprocher de la charge annuelle moyenne en octobre 1926, 2.700 millions; ainsi, bien que a dette n'ait diminué que de 3 milliards, à peine 7 %, la charge a été réduite de 26 % en y comprenant la charge d'amortissement, de 50 % si on ne considère que le service de l'intérêt.

Les nouvelles attributions de la Caisse Autonome

Aux attributions qui avaient été limitativement fixées par la loi d'août 1926, le législateur en a ajouté de nouvelles.

C'est d'abord la prise en charge par la Caisse Autonome de l'amortissement des bons escomptés pour avances de l'Etat à des Gouvernements étrangers, à la suite des conventions du 23 juin 1928 approuvées par la loi monétaire du 25 juin. L'amortissement n'a pas été mis à la charge de la Caisse et nous ne revenons pas sur cette question déjà étudiée.

C'est ensuite, en vertu de l'article 96, alinéa 2, de la loi du 50 décembre 1928 l'autorisation donnée à cet établissement « de délivrer, en échange des titres de rente perpétuelle 3 % qu'ils détiennent, des titres de rente viagère

individuelle ou réversible, aux porteurs d'avant-guerre non inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu, tant à la date de la promulgation de la loi qu'à la date de leur demande ».

Les conditions d'application de cette disposition législative ont été précisées par le décret du 1^{er} mai 1929. Aux termes de ce décret, les rentes viagères sont délivrées d'après les tarifs de la Caisse Nationale des Retraites pour la vieillesse et la valeur des titres 3 % présentés à l'échange est calculée sur la base du premier cours coté au comptant, à la dernière bourse précédant le dépôt de la demande.

Au 31 décembre 1929 la Caisse Autonome avait délivré 671.948 francs de rentes viagères en échange de 221.647 fr. de rente perpétuelle 3 %, correspondant à un capital nominal de 7 millions.

Enfin l'article 96 de la loi du 30 décembre 1928 a étendu ses attributions en matières d'amortissement.

Art. 96. — Les articles 1^{er} et 6 de la loi du 7 août 1926 sont complétés ainsi qu'il suit :

« Art. 1^{er}. — La caisse est en outre, autorisée à concourir par voie d'achats en bourse, à l'amortissement des rentes françaises, des bons et obligations du Trésor et du Crédit National. Les titres ainsi achetés seront immédiatement et définitivement annulés.

« Art. 6. — Les ressources de la Caisse Autonome en vue de la gestion et de l'amortissement des bons de la défense et de l'amortissement de la dette publique comprennent :... »

Le rôle intégral de la Caisse Autonome était ainsi consacré, à la suite d'ailleurs d'une campagne menée au Parlement et en dehors du Parlement.

Les charges imposées par les bons de la Défense Nationale ont diminué progressivement tandis qu'augmentaient les ressources destinées au service de la dette et le compte créditeur de la Caisse à la Banque de France s'enflait démesurément 6.742 millions le 31 décembre 1927¹, 5.378 millions le 31 décembre 1928².

1. Disponibilités totales à cette date : 8.555 millions.

2. Disponibilités totales à cette date : 7.219 millions.

Parmi les recettes en progression une mention spéciale doit être faite pour les recettes des tabacs. Leur développement, exposé dans l'extrait ci-dessous du rapport sur l'exercice 1929, a permis à la Caisse Autonome de participer à la politique de dégrèvements :

« L'activité de la Caisse Autonome n'a pas été moindre dans le domaine industriel que dans le domaine financier. Chargée de l'exploitation du monopole des tabacs, elle n'a rien négligé en vue d'en accroître le rendement. Après avoir organisé en 1928 la vente à crédit aux débiteurs qui permet à ceux-ci de présenter aux consommateurs une plus grande variété de produits et par là même de favoriser les ventes, elle a voulu marquer l'intérêt qu'elle porte à la culture en participant à la réassurance des caisses départementales d'assurance des planteurs de tabacs contre la grêle et autres intempéries. La loi du 6 janvier 1929 a sanctionné son intervention à cet égard. Enfin, elle a instauré et mis en œuvre, après l'étude technique approfondie que rendait nécessaire la complexité des opérations, la comptabilité commerciale prévue par l'article 22 du règlement d'administration publique du 13 août 1926.

Le Conseil d'Administration constate d'ailleurs avec satisfaction que les efforts faits pour améliorer la production du tabac indigène, perfectionner les méthodes de fabrication, développer les ventes ont donné des résultats particulièrement encourageants. Alors qu'en 1927, le produit du monopole atteignait 3.746 millions, il s'est élevé à 3.985 millions en 1928 pour dépasser 4.417 millions en 1929, accentuant ainsi la cadence de sa progression.

Etant donné les importantes plus-values de recettes enregistrées par la Caisse Autonome depuis le début de son fonctionnement, il a paru possible au Gouvernement, après avis favorable du Conseil d'Administration, de proposer au Parlement de réduire dans une certaine mesure le taux des taxes dont le produit est affecté à la Caisse. Les propositions primitives ont été largement modifiées dans la suite; en somme l'article 3 de la loi du 31 juillet 1929 a ramené de 7 % à 5 % le taux de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation et l'article 12

de la loi du 16 avril 1930 l'a de nouveau abaissé à 5 %; les articles 11 et 12 de la loi du 29 décembre 1929 et les articles 17 à 22 de la loi du 16 avril 1930 ont en outre modifié dans le sens d'un allègement la législation relative aux droits de mutation par décès ».

Ces constatations sont doublement intéressantes non seulement par les résultats financiers obtenus mais encore parce qu'elles établissent que les monopoles d'Etat peuvent soutenir la concurrence avec les sociétés privées et que les fonctionnaires sont capables d'initiative et d'une gestion intelligente lorsque leur activité n'est pas enfermée dans un cadre trop rigide. La faiblesse des monopoles réside dans la réglementation administrative et plus particulièrement dans l'organisation financière. Qu'on simplifie cette réglementation comme d'ailleurs celle de l'Administration en général, qu'on l'assouplisse et la preuve pourra être faite qu'une certaine forme d'étatisme peut exister sans aucun dommage pour la Nation.

Les réserves de la Caisse Autonome étaient, disions-nous, très abondantes et on a pu marquer quelque étonnement sur la gestion de cet établissement laissant improductives et sans emploi de telles disponibilités. Cette politique s'inspirait de deux préoccupations si on considère la période juin 1927-juillet 1928.

D'une part les bons à deux ans s'acclimataient lentement et les émissions étaient loin d'atteindre la moyenne mensuelle des émissions de bons à un an, 2 milliards au cours de l'exercice 1927; cette moyenne avait été de 3.800 millions pour les bons à un an pendant les cinq premiers mois de 1927 et les échéances du premier semestre de 1928 pouvaient, de ce fait, être très élevées; la Caisse Autonome devait donc, de toute nécessité, disposer de réserves importantes.

Mais il y a une autre raison qui commandait cette politique : la situation du marché monétaire, déjà encombré de disponibilités, aurait été gravement troublée si la Caisse autonome en avait déversé de nouvelles en utilisant ses ressources à des remboursements. On peut donc affirmer qu'elle a reçu, à un moment judicieusement choisi, l'autori-

sation de se consacrer à sa troisième mission, l'amortissement de la dette publique.

L'ŒUVRE D'AMORTISSEMENT DE LA CAISSE AUTONOME

« Une des conditions essentielles pour l'amortissement de la dette, ce n'est pas une caisse d'amortissement, ni une dotation initiale considérable, mais la volonté persévérante de payer tous les impôts nécessaires pour les remboursement de la dette. Si cette volonté n'existe pas ou vient à se relâcher, aucune caisse ne pourra y suppléer » (G. JÈZE).

Voilà synthétisées en une formule aussi brève que saisissante les conditions techniques et psychologiques, indispensables pour pratiquer une politique d'amortissement.

Le législateur ou plutôt le parrain de la Caisse Autonome, prenant ses enseignements dans l'histoire, a fait une maigre confiance à la volonté persistante d'amortissement. Aussi pour parer à la lassitude, à la défaillance il a bâti son œuvre avec des moyens puissants et doté la caisse de ressources dont elle ne peut être privée que par une procédure qu'on hésitera à mettre en mouvement.

Les ressources d'amortissement.

Nous rappellerons brièvement que les lois portant affectation de ressources à la Caisse Autonome en avaient prévu de deux ordres. Les unes, recettes nettes de la vente des tabacs, et, en cas d'insuffisance, une dotation budgétaire sont destinées au paiement des intérêts des bons de la Défense Nationale et des titres émis par la Caisse Autonome. Les autres sont spécialement affectées à l'amortissement : taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation, taxe successorale et droit de mutation par décès, contributions volontaires, solde non employé des recettes des tabacs, recettes diverses, excédents budgétaires.

a) Taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation (art. 18 de la loi du 3 août 1926).

Cette taxe fixée à 7 % à l'origine a été ramenée à 5 % par l'article 3 de la loi du 31 juillet 1929. Elle peut être acquittée en rentes, titres du trésor et bons de la Défense Nationale dont la valeur de reprise a été fixée par un décret du 7 août 1926¹. Mais ce mode de libérations constituait un amortissement fictif, et comme il était susceptible de priver la Caisse Autonome de recettes importantes, la loi du 19 décembre 1926 a stipulé qu'il ne pourrait dépasser une certaine proportion, fixée à 10 % par le Conseil d'administration. En fait elle n'a jamais été atteinte et les recettes de cette nature ont représenté 0,55 % de la recette totale en 1927, 0,002 % en 1928, 0,001 % en 1929 et encore pour ces deux exercices il n'a été versé que des bons de la défense nationale.

b) Taxe successorale et droits de mutation par décès (art. 19 de la loi du 3 Août 1926).

Elle n'appelle par d'observations spéciales sauf en ce qui concerne la date de son attribution à la Caisse, à partir du 1^{er} janvier 1927 seulement. Le paiement en rentes d'Etat était réglé dans les mêmes conditions que celui de la taxe précédente et la proportion a atteint 0,28 % en 1927, 0,057 en 1928 et 0,125 en 1928.

c) Contributions volontaires.

Le Ministre des finances avait été autorisé à les recevoir par l'article 12 de la loi du 31 mars 1926 ; elles ont été comprises dans les ressources à affecter à la Caisse Autonome créée par la loi du 29 Avril 1926, ensuite par la loi du 7 août 1926.

d) Solde de l'ancienne Caisse d'amortissement.

Il s'agit de la Caisse créée par la loi du 28 avril 1816 et qui ne fonctionnait plus depuis 1871 ; à partir de 1917 elle gérât le fonds de soutien des emprunts d'Etat, alimenté par un crédit budgétaire dont le versement mensuel était suspendu lorsqu'il atteignait 360 millions.

De 1917 à 1921 elle a ainsi racheté un capital de 4131

1. J. O., 6 août.

millions de rentes de guerre; le taux onéreux auquel ont été contractés les emprunts de 1918 et des années suivantes atteste que ce fonds de soutien n'a pas rendu de services et outre qu'on n'amortit pas en période d'emprunt ces 4 milliards auraient été plus utilement appliqués au budget.

Le solde de cette caisse, sans emploi depuis 1921, s'élevait à 114 millions versés par le Trésor par acomptes :

45 millions	le	1 ^{er} Octobre	1926.
23	—	le 2	— 1926.
23	—	le 5	Novembre 1926.
23	—	le 1 ^{er}	Décembre 1926.

e) Solde non employé du produit net du monopole des tabacs; excédents budgétaires.

Nous ne revenons pas sur ces questions qui ont déjà été traitées.

f) Divers.

La Caisse s'est procuré encore quelques ressources par la vente de timbres-poste surchargés et de timbres-poste spéciaux.

L'article 95 de la loi du 30 décembre 1928, modifiant l'article unique de la loi du 12 février 1916 lui a en outre attribué les monnaies confisquées pour avoir donné lieu au trafic.

Elle a enfin bénéficié des excédents budgétaires des exercices 1927, 1928 et 1929.

Le tableau ci-dessous retrace le développement de l'ensemble de la dotation affecté à l'amortissement de la dette publique.

(En milliers de francs).

<i>Nature des recettes</i>	<i>Exercices 1926-1927</i>	<i>Exercice 1928</i>	<i>Exercice 1929</i>	<i>Total</i>
Taxe complémen- taire sur la pre- mière mutation .	665.978	665.704	755.461	2.087.143
Taxe successorale ..	1.941.465	2.179.291	2.727.059	6.847.815
Contrib. volont. ...	317.241	2.021	654	319.916
Solde non employé du produit net des tabacs	364.956	768.986	1.097.643	2.231.585
Timbres surchargés	200	1.648	207	2.055
Confiscation des monnaies	»	»	144	144
Excédents budgétai- tes (acomptes) ..		490.000 ¹	1.500.000 ²	1.990.000 ³
Solde de l'ancienne caisse d'amort. ..	114.782	»	»	114.782
Totaux	3.404.622	4.107.650	6.081.168	13.593.440

Si on considère le chiffre global, on constate une progression sérieuse d'un exercice à l'autre, 20 % en 1928, 30 % en 1929. On ne doit pas espérer qu'elle se maintiendra car l'ère est sans doute close des excédents budgétaires auxquels elle est due. Les autres ressources sont à peu près stabilisées et le solde des recettes des tabacs n'apportera une contribution plus large que dans quelques années.

On peut donc fixer à 4500 millions la somme dont la Caisse disposera pour procéder à l'amortissement *non contractuel* de la dette publique. Ce contingent sera cependant plus élevé car la loi portant ratification du plan Young lui a

1. Au titre du budget de 1927.

2. Au titre du budget de 1928.

3. Un acompte de 2 milliards a été versé au début de 1930 au titre de 1929

attribué le produit de la tranche française. Il est vrai qu'elle a été chargée en contre-partie de procéder au remboursement éventuel de la dette massive du Trésor. La Caisse peut enfin consacrer à l'amortissement une partie de ses réserves en opérant des prélèvements sur son compte créditeur à la Banque de France.

Utilisation des ressources d'amortissement

La Caisse Autonome participe à l'amortissement par quatre procédés :

1° Par l'annulation des titres remis en paiement de la taxe successorale et de la taxe complémentaire à la première mutation;

2° Par les remboursements de bons de la Défense nationale;

3° Par l'amortissement contractuel des titres qu'elle a émis et des bons de la Défense nationale consolidés;

4° Par les rachats en Bourse.

Le premier procédé nous le disions plus haut est en quelque sorte fictif puisqu'il prive la Caisse Autonome de ressources qu'elle aurait pu utiliser au rachat de titres de son choix. Il n'a pas d'ailleurs apporté une large contribution à l'amortissement; 7 720 600 fr. pour les exercices 1927, 1928 et 1929 dont 410 256 fr. pour la taxe complémentaire et exceptionnelle à la première mutation.

2° Amortissement des bons de la Défense nationale.

L'amortissement proprement dit, par remboursement des titres a été très faible. Le volume des bons pris en charge par la Caisse Autonome a été réduit de 19 677 millions entre le 1^{er} octobre 1926 et le 31 décembre 1929 mais sur cette somme il n'en a été remboursé que 1 075 millions, la différence ayant été consolidée.

3° Amortissement contractuel.

Il s'applique aux titres émis par la Caisse Autonome et aux rentes sur l'Etat souscrites avec des bons de la Défense Nationale.

a) Obligation de la Caisse Autonome.

Les obligations 6 % 1926 dont le nominal était de 3.013 millions avaient donné lieu à des amortissements jusqu'à concurrence de 676 millions en 1927 et 1928.

Notons encore une fois à cette occasion les avantages de l'amortissement contractuel par annuité constante; ce procédé, outre l'avantage qu'il présente de procurer des ressources croissantes d'amortissement est aux dépenses budgétaire ce qu'est l'impôt indirect, ses inconvénients sociaux mis à part, aux recettes.

Le solde en circulation, 2337 millions a été soit remboursé — 173 millions — soit converti en obligations de la Caisse Autonome 4,50 % 1929, 2164 millions,.

Ce dernier emprunt d'un nominal de 7527 millions figurait au bilan du 31 décembre 1929 pour la somme de 7504 millions, soit un amortissement de 23 millions.

b) Amortissement des bons de la Défense Nationale *consolidés*.

La plus large charge incombant à la Caisse Autonome est imputable aux bons de la Défense Nationale consolidés en obligations de la Caisse Autonome et en rentes sur l'Etat.

Il s'agit d'un amortissement contractuel qui n'appelle plus d'observation particulières; le tableau ci-contre en donne le résultat global, [de l'origine au 31 décembre 1919.

Ce chiffre ne représente pas un amortissement net; il faut en effet en retrancher 2170 millions d'obligations de la Caisse Autonome 6 % 1926 converties en février 1929; l'amortissement réel ressort donc à 1202 millions, soit à une cadence de 400 millions par an.

Voici pour chacun des exercices le montant de l'amortissement :

1 ^{er} octobre 1926-31 décembre 1927	562 millions
Exercice 1928	187 —
Exercice 1929	452 —

Le chiffre le plus faible est celui de 1928 parce que les rachats en bourse ne se sont élevés qu'à 93.840.500 fr. au lieu de 488 millions en 1927 et 200 millions en 1929;

(En milliers de francs.)

<i>Nature des Emprunts</i>	<i>Montant nominal</i>	<i>Solde en circulation au 31-12 1929</i>	<i>Amortiss. effectués au 31-12 1929</i>
Obligations Caisse Autonome 6 % 1926	3.013.320	4.033 ¹	3.009.287
Obligations Caisse Autonome 4,50 % 1929	7.527.688	7.504.038	23.650
Rentes amortissables 6 % 1927	7.454.155	7.327.120	127.835
Rentes amortissables 5 % 1928	2.472.074	2.262.282	209.792
Obligations amortissables 6 % 1927	279.594	277.650	1.944
Totaux	20.747.631	17.375.123	

encore faut-il remarquer qu'en 1929 la Caisse Autonome a procédé au remboursement anticipé de 163 millions d'obligations 1926 non converties en obligations 4, 50 %. La moyenne annuelle nette se fixe donc aux environs de 90 millions mais on sait qu'elle augmentera progressivement par le jeu de l'annuité constante.

4° Amortissement par rachats en bourse.

La Caisse Autonome y a participé à deux titres, en vertu de la faculté réservée dans le contrat d'émission des emprunts et depuis 1929 en exécution de l'article 96 de la loi du 30 décembre 1928.

D'après un article du décret du 15 septembre 1926 fixant les modalités de l'emprunt en obligations 6 % de la Caisse Autonome, cet organisme pouvait procéder à des rachats en bourse jusqu'à concurrence des 3/4 de la valeur des titres à rembourser. La même disposition se retrouve dans le décret relatif à l'opération de février 1929.

¹ 1. Les obligations 6 % 1926 ayant été appelées au remboursement le 1^{er} avril 1929, ces titres ne portent plus intérêt depuis cette date.

La Caisse autonome en a usé et elle a racheté ainsi 488 millions d'obligations 6 % 1926 en 1927, 93 millions en 1928; 1929 s'est traduit, comme rappelé ci-dessus, par un remboursement anticipé de 163 millions.

Mais les emprunts amortissables conclus par l'Etat comportaient entre autres clauses celle du rachat en bourse; la Caisse Autonome a pratiqué cette forme d'amortissement, mais son effort a porté uniquement sur la fraction des rentes 5 % 1928 qui était à sa charge; elle a racheté en 1929 un capital nominal de 200 millions.

L'activité de la Caisse s'est plus particulièrement manifestée dans le domaine qui lui a été imparti par l'article 96 de la loi du 30 décembre 1928. Les théories du Docteur Price ayant été abandonnées, les titres rachetés doivent être annulés définitivement.

La valeur nominale des rentes amorties de ce fait en 1929 s'élève à 5.618 millions dont voici la décomposition¹: sur cette somme 200 millions de rentes 5 % 1928 viennent en atténuation de la dette de la Caisse.

<i>Types de rentes</i>	<i>Francs de rente</i>	<i>Valeur nominale</i>	<i>Coût</i>
R. 3 %	12.224.500 »	407.483.333 »	299.585.135 25
R. 5 % 1915 .	80.002.500 »	1.600.050.000 »	1.646.001.495 82
R. 4 % 1927 .	117.500 »	2.937.500 »	2.791.235 43
R. 4 % 1918 .	34.691.000 »	867.275.000 »	796.112.620 89
R. 6 % 1920 .	59.152.198 »	985.869.966 67	1.025.696.182 47
R. 5 % 1928 .	87.768.850 »	1.755.377.000 »	1.764.637.645 30
	273.956.548 »	5.618.992.800 »	5.534.824.315 »

Si on procède à la récapitulation des opérations d'amortissement effectuées entre le 1^{er} octobre 1926 et le 31 dé-

1. Rapport pour l'exercice 1929 p. 34.

cembre 1929 on constate qu'ils s'élèvent à huit milliards ainsi répartis :

A) Dette propre à la Caisse Autonome¹ :

1° Bons de la Défense Nationale remboursés	1.075 millions
2° Bons de la Défense Nationale (bons non pris en charge par la Caisse).....	161 —
3° Obligations de la Caisse Autonome et rentes souscrites avec des bons de la Défense Nationale.....	1.202 —
	2.438 millions

B) Dette de l'Etat :

1° Rentes rachetées	5.418 —
2° Rentes et valeurs remises en paiement de certaines taxes et à titre de contribution volontaire	90 —
3° Rentes 3 % échangées contre des titres de rente viagère.....	7 —
Total	7.953 millions

Si on y ajoute l'amortissement des bons de caisse, avec les réserves présentées à cet égard — 318 millions en 1929 — la Caisse Autonome a effectué un amortissement total de 8.271 millions².

En y ajoutant les ressources de la Caisse disponibles au 31 décembre 1929, 7.219 millions, ce chiffre aurait pu être porté à 15 milliards.

Même ainsi rectifié il pourra paraître insuffisant eu égard aux espérances qu'à pu faire naître la création de la Caisse d'amortissement.

1. Nous n'y comprenons pas les Bons de Caisse remis à la Banque de France en exécution de la Convention du 23 juin 1928, l'annuité n'étant pas prise sur les ressources propres de la Caisse.

2. Une erreur a dû se produire dans nos calculs; le bilan présenté par la Caisse Autonome accuse un chiffre supérieur de 26 millions — 8.297 millions; il ne fait pas de doute que ce dernier doit être le chiffre exact.

Il faut noter d'abord que cet organisme ne gère qu'une partie de la dette et que le budget de 1930 doit supporter une charge d'amortissement de 5.200 millions dont 3.300 millions prélevés sur les versements allemands; réserve faite de l'application de l'article 96 de la loi du 30 décembre 1928, l'effort d'amortissement pour 1930 s'élevait à 8.700 millions.

Mais, si l'effort de la Caisse peut paraître insuffisant — ce n'est pas notre opinion — son œuvre n'en a pas moins apporté des avantages appréciables et pour le budget et pour l'avenir des fonds publics.

C'est d'abord une économie de 264 millions au titre des valeurs amorties, dont va bénéficier le budget.

C'est ensuite la suppression des dangers de la dette flottante et le développement de la dette amortissable dont le service est assuré par des annuités constantes.

C'est enfin et surtout les économies résultant dans l'avenir de la conversion des fonds d'Etat.

La Caisse Autonome a procédé la première à une opération de ce genre et nous l'avons vu avec un plein succès.

La question des conversions se posera dans un avenir peu éloigné et elle soulève des problèmes délicats.

Il y a d'abord la situation des rentiers menacés de voir réduire encore leur revenu après que leur capital a été amputé de 80 % sur le nominal, de 73 % si on tient compte de la prime d'émission moyenne. Mais il s'agit là d'une considération tant morale que matérielle et au-dessus des rentiers — nous reconnaissons bien volontiers qu'ils sont dignes d'intérêt — il y a l'intérêt général et l'intérêt même des rentiers qui seront servis par les allègements budgétaires futurs.

Les conversions ne sont possibles qu'à deux conditions, l'une juridique, l'autre technique.

La condition juridique est la clause du contrat d'emprunt fixant la date possible de convertibilité.

La condition technique résulte du cours du titre en bourse. Elle n'est, on le sait, réalisée que lorsque l'emprunt à convertir est coté au-dessus du pair ou du taux fixé pour le remboursement. Encore l'opération ne peut être faite

avec succès que si les cours pratiqués sur l'ensemble des valeurs d'Etat se capitalisent au même taux; le porteur d'un titre convertible a, en effet, le choix entre la conversion ou le remboursement au pair et pour qu'il accepte la conversion de son titre il est indispensable qu'il ne trouve pas sur le marché un titre lui assurant un intérêt réel plus élevé que la nouvelle rente qui lui est offerte.

Grâce aux achats de la Caisse Autonome et au marasme du marché financier les fonds publics se capitalisent approximativement au même taux et cette condition est remplie.

L'Etat se doit d'en profiter. D'abord pour des nécessités budgétaires, le chiffre des dépenses augmente à un rythme plus accéléré que celui des recettes et des plus-values et l'équilibre des budgets futurs semble assez compromis; l'économie réalisée par les conversions et qu'on chiffre à 1.500 millions serait à cet égard précieuse.

Il doit ensuite et surtout en profiter parce que la situation du marché, aujourd'hui excellente, peut être complètement modifiée et il est des heures dans la vie d'un pays qu'il ne faut pas laisser passer.

Ajoutons pour terminer que les disponibilités abondantes de la Caisse Autonome et du Trésor sont d'un appoint sérieux et il serait prudent de ne pas attendre que les dernières notamment se soient volatilisées. Ceci nous fait saisir pourquoi la Caisse Autonome n'a pas procédé à des rachats dans toute la mesure de ses moyens; elle devait, en effet d'une part soutenir son effort, d'autre part conserver des réserves afin d'aider le Trésor pour les remboursements éventuels.

Quatre grands emprunts, les rentes 6 % 1920, 5 % 1915-1916 et 6 % 1927, les obligations 6 % 1927 soit un capital de 65 milliards peuvent être convertis dès 1931. Il est de l'intérêt de l'Etat et de l'intérêt des rentiers eux-mêmes que ces conversions soient opérées, mais sous la réserve que la démagogie ne fera pas perdre au pays le bénéfice retiré d'une nouvelle amputation du coupon des rentes.

Les ressources de la Caisse Autonome et le Trésor

Ce paragraphe aurait dû trouver sa place avec l'étude spéciale consacrée à la Trésorerie. Il nous a paru préférable de l'en détacher car en vertu des lois d'août 1926 la Caisse Autonome a une hypothèque sur les avoirs du Trésor. La question est d'importance puisque depuis 1926 la Trésorerie ayant retrouvé son rôle de banquier du budget ses ressources nettes proviennent, semble-t-il, des excédents budgétaires et doivent par conséquent être versées à la Caisse Autonome.

Le tableau ci-dessous permet de suivre les étapes de l'enrichissement du Trésor; les chiffres qu'il comporte font abstraction jusqu'en juin 1928 de la marge disponible des avances de la Banque de France et depuis juin 1928 de l'avance permanente de 3.200 millions.

En millions de francs.

<i>Dates</i>	<i>Encaisses en devises à l'étranger</i>	<i>Divers</i>	<i>Total</i>
31 décembre 1925	345	»	345
30 juin 1926	250	»	250
30 septembre 1926	1.831	»	1.831
31 décembre 1926	6.236	»	6.236
31 mars 1927	4.858	»	4.858
30 juin 1927	3.778	»	3.778
30 septembre 1927	3.854	»	3.854
31 décembre 1927	4.059	»	4.059
31 mars 1928	3.457	»	3.457
30 juin 1928	3.926	»	3.926
30 septembre 1928	4.347	4.182	8.529
31 décembre 1928	7.827	3.543	11.370
31 mars 1929	9.256	2.333	11.589
30 juin 1929	10.205	1.763	11.968
30 septembre 1929	10.592	3.693	14.285
31 décembre 1929	9.286	4.454	13.740

L'augmentation entre décembre 1925 ou juin 1926 et décembre 1929 ressort donc à 13.500 millions; à titre indi-

catif, les disponibilités du Trésor s'élevaient à près de 17 milliards si on tient compte des avances de la Banque de France, mais pour nos calculs nous ne retenons que le chiffre de 13 milliards 1/2.

D'où provient cette augmentation ? Il est plus facile de poser la question que de la résoudre et nous faisons toutes réserves sur les calculs qui suivent, basés sur des renseignements fournis par le Ministre des Finances à la Commission des finances du Sénat¹.

Cet excédent est fourni par trois sources :

- 1^o les versements de l'Allemagne;
- 2^o les excédents budgétaires;
- 3^o les opérations de trésorerie proprement dites.

1. Versements de l'Allemagne

L'excédent des versements sur les dépenses au règlement desquelles ils sont affectés est approximativement de 1.100 millions.

II. Excédents budgétaires

D'après la différence constatée entre le montant des recettes et celui, non pas des dépenses réelles — qui ne seront connues qu'à la clôture des écritures concernant les exercices considérés — mais des crédits ouverts, et en tenant compte des crédits sur exercices clos, on peut estimer que les excédents budgétaires pour les quatre dernières années ressortent à :

Exercice 1926	.....	781 millions
— 1927	.....	néant
— 1928	.....	3.236 —
— 1929 ²	.....	6.000 —
Total		10.017 —

1. Rapport général de M. Charles Dumont, exercice 1930, n° 110, Sénat 13 mars 1930.

2. Au 31 octobre 1929.

Les chiffres ci-dessus traduisent pour certains exercices une situation provisoire, pour d'autres une situation comptable; ainsi l'exercice 1927 ne comporte aucun excédent parce qu'un cahier de crédits sur exercices clos a fait disparaître, *en écritures*, l'excédent de 4.419 millions qu'il accusait; mais le Trésor a conservé ces 4 milliards, le vote des crédits étant une simple régularisation de paiements déjà effectués. L'excédent de 1929 ayant augmenté entre octobre et décembre, la situation provisoire bénéficiaire de ces exercices s'établissait ainsi :

Exercice 1926	781 millions
— 1927	4.419 —
— 1928	3.236 —
— 1929	6.500 ¹ —
	14.936 —

III. Solde créditeur des opérations de Trésorerie

Il est représenté par la différence entre l'augmentation des disponibilités de la Trésorerie pendant la période envisagée et la somme des deux éléments de recettes ci-dessus.

Ce solde est assez difficile à établir et il ne peut être définitif qu'après le vote des lois de règlement. Il faut bien dire que la centralisation des écritures et le dépouillement des comptes est trop long et à cet égard une réforme des règles de la comptabilité publique s'impose d'urgence.

L'incident suivant en montre la nécessité. Dans une note qu'il adressait à la Commission des finances du Sénat, le Ministre des Finances faisait connaître que le 31 octobre 1929, le solde créditeur des opérations de Trésorerie s'élevait à 9.500 millions, sous réserve de la difficulté de déterminer exactement les excédents budgétaires. Or quelques mois après, en février 1930, ces chiffres étaient ramenés à 500 millions.

1. Des paiements et des cahiers de crédits supplémentaires ont ramené ultérieurement ce chiffre à 1.600 millions.

Si nous récapitulons les trois postes nous constatons que la Trésorerie a reçu d'août 1926 au 31 décembre 1929, 16.536 millions d'excédents se décomposant ainsi :

1° Versements de l'Allemagne	1.100 millions
2° Excédents budgétaires	14.936 —
3° Solde des opérations de Trésorerie, ...	500 —

Deux milliards ayant été versés au titre d'acomptes à la Caisse d'amortissement la situation de la Trésorerie devrait accuser 14.500 millions de disponibilités au lieu de 13.500 millions. La différence — 1 milliard— provient sans doute d'erreurs qui seront rectifiées par les lois de règlement.

Nous ajoutons même que ces erreurs doivent être d'un autre ordre de grandeur. Le Trésor a, en effet, reçu en application de la convention du 23 juin 1928, sanctionnée par la loi monétaire un reliquat de 2 milliards, disponible après extinction de la dette de l'Etat envers la Banque de France. Le total net des disponibilités devrait donc se chiffrer non pas à 13.500 millions mais à 15.500 millions et même à un montant plus élevé d'après les calculs ci-dessous.

Les crédits portés au compte de l'Etat, en exécution de la convention du 23 juin 1928 se sont élevés à 17.193.578.255 fr. dont ci-dessous le détail :

Révaluation de l'encaisse

1° Or en France	14.418.905.610 fr.
2° Or et argent à l'étranger.....	2.205.919.701 fr.
3° Achats de métal et devises	15.644.849 fr.
Compte de réserve et d'amortissement	553.108.075 fr.

Le passif de l'Etat, soit 15.113.288.346 fr., se décomposait ainsi :

1° Avances de la Banque de France.	13.554.128.376 fr.
2° Or non disponible à l'Etranger..	1.349.601.215 fr.
3° pertes sur opérations de change ...	209.558.755 fr.

Or, et c'est ici que nous faisons *les plus expresses réserves* il semble que le Trésor a dû bénéficier d'un excédent supé-

rieur à deux milliards. Il a reçu à l'occasion de l'emprunt 5 % 1928, en argent frais et au titre de l'escompte des bons de la Défense Nationale, 13.500 millions et net 11.500 millions, déduction faite des remboursements des titres de la dette à court terme non consolidés. Mais cette somme ne représentait que 91 % du remboursement à opérer par l'Etat à la Banque de France, en application de l'article 1^{er} de la convention du 30 avril 1928 qui se chiffrait donc à 12.500 millions.

Ce remboursement aurait dû ramener les avances non pas à 13.500 millions au 25 juin 1928 mais à 11 milliards 1/2 ou 12 milliards dans l'hypothèse la moins favorable, si on se reporte aux chiffres *réels* ci-dessous des avances avant et au début de la période de l'emprunt en rentes 5 % 1928.

16 avril 1928	23.050 millions
4 mai 1928	23.900 —
11 mai 1928	23.500 ---

Quoi qu'il en soit les exercices budgétaires de 1926 à 1929 inclus ont accusé un excédent qui, compte tenu des rectifications en ce qui concerne l'exercice 1929, doit être approximativement de 10 milliards.

La Caisse Autonome n'a reçu, malgré son hypothèque, que 2 milliards — 4 avec le versement qui lui a été fait au début de 1930. Elle aurait donc à percevoir encore 5 ou 6 milliards, mais cette opération ne sera liquidée que dans quelques années en raison de l'imprécision du texte portant affectation de cette ressource et surtout du retard avec lequel intervient le vote des lois de règlement.

On sait que le Trésor a utilisé ces disponibilités en achats de devises étrangères destinées au paiement éventuel des stocks américains; ces achats ont été effectués à un rythme accéléré en 1928 passant de 3.500 millions le 31 mars à 7.800 millions le 31 décembre pour atteindre 10.500 millions le 20 septembre 1929.

LA DETTE PUBLIQUE EXTÉRIEURE¹

Bien que cette étude soit consacrée uniquement à la dette intérieure, il nous a paru indispensable de donner un aperçu de notre dette extérieure dont le service a imposé de lourdes charges au budget.

Cette dette avait été contractée pendant les hostilités tant auprès des banques étrangères qu'auprès des gouvernements anglais et américain dans le but de soutenir le franc et de solder les achats nécessités par les besoins de la défense nationale et l'alimentation de la population et des troupes.

On verra dans le tableau de la page suivante quel était le volume de nos engagements en septembre 1919.

Ces chiffres² sont extraits de l'exposé des motifs du budget général de l'exercice 1920 dont nous avons adopté la classification en dette flottante et dette à terme, bien qu'elle ne soit pas très rigoureuse.

La nature de ces engagements était dangereuse pour nos finances et pour notre devise car ils étaient pour la plus grande partie soit à vue, soit à très court terme; de lourdes échéances incombaient aux exercices 1920-1924. Le Trésor y a fait face soit sur des ressources nouvelles d'emprunt soit sur ses propres ressources. A ce dernier titre, il a opéré des remboursements jusqu'à concurrence de 2500 millions de francs or environ. Quant aux aménagements obtenus par de nouveaux contrats, ils ont modifié l'échéancier qui se trouvait ainsi établi pour les années 1925 à 1930 inclus.

1. Nous nous sommes plus particulièrement inspiré des développements de l'Inventaire des rapports de M. Palmade, député, sur le budget du ministère des Finances, du rapport de M. Paganon, député, sur le budget du ministère des Affaires Etrangères — exercice 1928 — et d'un article de M. Henry Bérenger, sénateur, paru dans la *Revue politique et parlementaire* du 10 janvier 1929.

2. Sur base de la livre à 40 fr. 88 et du dollars à 10 fr. 75, cette dette s'élevait à 62 milliards de francs.

<i>Créanciers</i>	<i>Désignation de la dette</i>	<i>Nature de la monnaie</i>	<i>Capital en monnaie étrangère</i>
Etats-Unis	Avances de la Trésorerie américaine ²	dollars	2.785.300.000
	Emprunt anglo-français ² ..	—	250.000.000
	Emprunt de la ville de Paris aux Etats-Unis ²	—	50.000.000
	Emprunts des villes de Lyon, Bordeaux et Marseille ² ...	—	45.000.000
	Bons du Trésor ¹	—	25.508.000
	Obligations des stocks ²	—	400.000.000
Angleterre	Dons du Trésor remis à la Trésorerie britannique ¹ ..	livres	454.557.000
	Bons du Trésor remis à la Banque d'Angleterre ¹	—	65.000.000
	Bons du Trésor émis dans le public par la B. d'Angl. ¹ ..	—	10.000.000
Japon	Emprunt émis au Japon ² ..	yens	100.000.000
	Bons du Tr. émis au Japon ¹	—	30.000.000
Crédits en banque ¹	Espagne :		
	Avances sur titres	pesetas	137.725.000
	Crédit de l'accord de mars 1918.....	—	420.000.000
	Crédit de l'accord du 6 mars 1918.....	—	35.000.000
	Suède	kroners	50.000.000
	Norvège	—	60.000.000
	Argentine	piastres	25.000.000
	Hollande	florins	55.000.000
	Uruguay	pesos urug.	15.000.000
	Angleterre	livres	10.500.000
	Suisse :		
	Crédit de l'accord du 29 décembre 1917	francs	116.500.000
	Crédit de l'accord du 15 juillet 1919	—	30.000.000

1. Dette flottante.

2. Dette à terme.

ECHEANCES EN CAPITAL DE LA DETTE COMMERCIALE EXTERIEURE I.

<i>Nature des Emprunts</i>	<i>Monnaie de règlement</i>	1925	1926	1927	1928	1929	1930	<i>Au delà de 1930</i>
Etats-Unis :								
Emprunt 8 % 1920	Dollars	5.500.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	4.000.000	58.675.800
Emprunt 7,5 % 1921	Dollars	9.000.000	4.500.000	»	»	»	»	61.630.200
Emprunt des trois villes	Dollars	»	»	»	»	»	»	40.586.000
Cession des stocks	Dollars	»	»	»	»	400.000.000	7.341.145	»
Reliquat de l'Anglo-French-Loan	Dollars	»	»	»	»	»	»	13.850
Reliquat de l'emprunt 5,5 %	Dollars	»	»	»	»	»	»	2.110.000
Angleterre :								
Bons du Trésor remis à la B. d'Angleterre ..	Livres	6.000.000	7.000.000	8.000.000	9.000.000	15.000.000	5.000.000	»
Cession des stocks anglais	Livres	750.000	1.250.000	1.000.000	1.250.000	1.000.000	»	»
Stocks divers	Livres	2.226.069	»	»	»	»	»	»
Hollande	Florins	»	»	30.000.000	»	25.000.000	»	»
Argentine	Piastres or	»	19.425.715	»	»	»	»	»
Uruguay	Pesos or	3.000.000	3.000.000	3.000.000	3.000.000	»	»	»
Canada	Dollars	»	230.000	»	»	»	»	»
Egypte	canaciens	1.000.000	1.000.000	»	»	»	»	»
	Livres égyptiennes							

1. D'après l'Inventaire.

Si on envisage le caractère juridique de la dette, elle se divise en deux éléments bien distincts :

1^o la dette commerciale née des emprunts contractés sur les marchés étrangers et auprès des banques étrangères, grossie après la guerre du montant des achats de stocks anglais et américains; en ce qui concerne ces derniers, nous verrons plus loin qu'ils ont été englobés dans la dette politique;

2^o la dette politique ayant son origine dans les avances des gouvernements de Londres et de Washington.

I. — La dette commerciale.

a) La dette de guerre

Elle a été contractée par le Trésor français soit directement soit indirectement par le truchement de diverses collectivités.

Crédit Argentin. — Un crédit de 100 millions de piastres or nous a été ouvert par le gouvernement argentin qui avait été autorisé à tirer sur le Trésor français, à concurrence de la contre-valeur en francs. Sur ce crédit destiné aux achats de blé 25 millions de piastres seulement ont été utilisés.

Crédit uruguayen.

Un crédit de 15 millions de pesos or, au taux de 5 % a été consenti au Trésor français, le 17 décembre 1918 par le gouvernement de l'Uruguay.

Le remboursement fixé d'abord au 17 décembre 1920 a été successivement différé jusqu'au 17 décembre 1923. Un nouvel accord est intervenu à cette date et l'amortissement de cet emprunt a été prévu à raison de versements trimestriels de 1.500.000 pesos or.

Emprunts hollandais.

Deux emprunts avaient été conclus en Hollande l'un auprès des établissements de crédit, l'autre auprès du Gouvernement.

Le premier de 30 millions de florins, remboursables en 1923, avait été émis en 1918 par un consortium de banques au taux de 5 %

En août 1919, un crédit de 25 millions de florins, au taux de 5 % remboursables en 1924 avait été consenti au Trésor

français par le gouvernement néerlandais pour les besoins des régions libérées.

En vertu d'accords conclus en 1921, les dates de remboursement ont été prorogées jusqu'en 1927 pour le premier, 1929 pour le second, l'intérêt étant porté à 6 % pour la période complémentaire.

Emprunts au Japon. — Le trésor a obtenu trois avances au Japon.

Le premier crédit a été consenti par la Banque Impériale contre remise de bons à 6 % renouvelables d'année en année. Primitivement fixé à 26.242.000 de yens il a été porté à 30 millions de yens, le service des intérêts n'ayant été assuré que depuis novembre 1921.

Deux autres crédits de 50 millions de yens chacun nous ont été ouverts par un consortium de banques japonaises, le premier le 11 novembre 1918, le second le 14 juin 1919; ils étaient représentés par des obligations remboursables à l'expiration de la cinquième année.

Emprunts divers. — Nous avons trouvé également des crédits importants tant en Espagne qu'en Suisse, en Norvège et en Suède mais le remboursement en était terminé en 1922.

D'autres éléments s'ajoutaient à cette dette; d'une part un crédit de 25 millions de dollars canadiens dont l'utilisation à des achats de blé a été limitée à 5.500.000 de dollars représentés par des obligations portant intérêt à 5 %; d'autre part un crédit de 4 millions de livres égyptiennes, consenti par le crédit foncier égyptien contre remise de bons du Trésor à 5 %.

Mais la part la plus importante de notre dette était constituée par les emprunts en Angleterre et aux Etats Unis.

a) Dette anglaise

Elle comprend d'abord les bons du Trésor français à 6 %, placés dans le public par la Banque d'Angleterre; le montant se chiffrait seulement à 10 millions de livres fin 1919.

Un emprunt indirect plus important avait été contracté par le Trésor auprès de la Banque d'Angleterre par l'intermédiaire de la Banque de France qui avait fourni en gage

un dépôt égal au tiers du prêt. Celui-ci s'élevait, en 1919, à 65 millions de livres représentés par des bons escomptés à 1 % au-dessus du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre avec un minimum de 6 %.

Emprunts aux Etats Unis.

1° Emprunt des Trois Villes.—Les villes de Lyon, Marseille et Bordeaux ont placé sur le marché américain, en novembre 1919, un emprunt de 45 millions de dollars afin d'assurer le remboursement d'un emprunt de 60 millions de dollars, contracté en novembre 1916 pour le compte du Trésor français.

Les obligations émises à 92,50 % et portant intérêt à 6 % sont remboursables en 1934.

2° L'emprunt le plus important est celui qui sous le nom *d'Anglo-French* a été contracté solidairement par la France et l'Angleterre en octobre 1915.

D'un nominal de 500 millions de dollars dont 250 millions pour la France il a été émis à 96 % et il produisait un intérêt de 5 %. A la demande de l'Angleterre il a été remboursé par anticipation fin 1919, au lieu de 1920, au moyen de nouveaux emprunts à court terme.

3° Enfin la ville de Paris avait placé un emprunt de 50 millions de dollars pour le compte du Trésor. Cet emprunt émis le 15 octobre 1916 portait intérêt à 6 % et il devait être remboursé le 15 octobre 1921.

b) Dettes d'après-guerre.

Voilà quelle était approximativement la situation de la dette commerciale au début de l'ère de paix. Elle s'est augmentée depuis, de la dette des stocks anglais et ensuite des modifications très importantes y ont été apportées en vue d'aménager les échéances et de soulager la trésorerie.

1° Les dettes envers l'Angleterre.

Avant d'examiner cette deuxième question, nous dirons un mot de la cession des stocks anglais qui a donné lieu à une double opération.

A la suite d'un premier contrat, conclu le 8 juillet 1920, le montant des ventes consenties à divers ministères fut ar-

rété à 2.226.000 livres; l'intérêt était fixé à 6 % et le remboursement intégral devait être opéré en 1925.

Un deuxième accord a été signé en mars 1923 pour régler la question de certains stocks livrés à l'office de reconstitution industrielle, dont on n'avait ni dressé l'inventaire ni arrêté le prix de cession; celui-ci a été fixé à 6 millions de livres, capital et intérêts, et l'amortissement a été échelonné sur les exercices 1924 à 1929.

Signalons également qu'entre 1924 et 1929, le remboursement de certaines dettes anglaises a exigé le placement de bons du Trésor français à court terme; ces bons émis à 6 % sont actuellement entièrement remboursés.

2° *Les emprunts aux Etats-Unis.*

C'est plus particulièrement au marché américain que nous avons eu recours pour aménager la dette flottante ou la dette à courte échéance dont le remboursement massif incombait aux premières années de la paix. Les conditions auxquelles ces divers emprunts ont été conclus étaient très onéreuses pour nos finances. L'Europe, avide de capitaux au lendemain de la tourmente s'est tournée vers l'Amérique qui détenait la majeure partie de l'or; abusant, le mot n'est pas excessif, de sa situation privilégiée elle a prêté à des taux usuraires.

Trois emprunts d'un nominal de cent millions de dollars chacun ont été ainsi conclus aux Etats-Unis.

1° Emprunt 8 % 1920. Le premier était destiné au remboursement de l'Anglo French (1915-1920). Il a été émis au pair le 15 septembre 1920, par l'intermédiaire de la maison Morgan, sous forme d'obligations à 8 % de 1.000, 500 et 100 dollars, amortissables dans un délai maximum de 25 ans.

L'amortissement en était assuré par des versements, à la Banque Morgan, d'annuités de 4.400.000 dollars jusqu'en 1925 et de 4 millions de dollars à partir de 1926.

Mais par une clause formelle du contrat, le gouvernement français s'était réservé la faculté de procéder au remboursement anticipé. Il a mis cette clause à profit dès que l'amélioration de notre crédit sur le marché américain se fut précisée.

Usant de l'autorisation qui lui avait été donnée par l'article 14 de la loi du 30 juin 1927, le Président du Con-

seil, Ministre des Finances, a passé avec la société suédoise Svenska Tändsticksaktiebolaget, S. T. A. B., une convention approuvée le 29 octobre 1927, aux termes de laquelle cette Société consentait au gouvernement français un prêt de 75 millions de dollars nominal, remboursable au pair, au plus tard le 15 mars 1968.

Les titres, 150 obligations de 500.000 dollars — étaient productifs d'intérêt à 5 %, jouissance du 15 mars 1928.

La S. T. A. B. s'engageait à ne pas placer les obligations dans le public avant le 15 mars 1930. En outre l'Etat français s'était réservé le droit de les racheter au pair, soit en totalité, soit par quarts à partir du 15 mars 1938.

Grâce à cette opération une dette à 5 % était substituée à une dette à 8 % sans que fût porté atteinte à la provision de devises qu'on jugeait utile de conserver en raison de l'incertitude régnant à cette époque sur le mode de règlement des dettes interalliées. En particulier il y avait lieu de prévoir pour le 1^{er} août 1929, en cas de non-ratification de l'accord Mellon-Bérenger, un décaissement de 400 millions de dollars pour le remboursement du prix des stocks.

En 1930 ces incertitudes ayant disparu, le Gouvernement ouvrit des négociations avec MM. Kreuger en vue du rachat immédiat des titres émis en 1928; ces négociations étaient couronnées de succès et une convention était signée le 20 mars 1930. En application de cette Convention le remboursement intégral a été réalisé au cours des mois d'avril et mai 1930.

Les avantages de ces deux opérations de conversion et de remboursement sont soulignés par les chiffres suivants :

En 1926 le service de l'emprunt a imposé au budget une charge d'environ 250 millions ramenée à près de 100 millions en 1928 pour un nominal réduit d'un quart il est vrai; depuis 1930 c'est un nouvel allègement de cent millions.

2^o Emprunt 7 ½ % 1921. En juin 1921, le Trésor devait rembourser l'emprunt contracté, pour son compte, par la ville de Paris. Pour parer à ce remboursement et se procurer une provision supplémentaire de change il s'est adressé à un syndicat ayant à sa tête la maison Morgan.

L'emprunt a été émis à 95 % en coupures de 1000, 500

et 100 dollars; l'intérêt de 7 1/2 % est payable en deux semestrialités les 1^{er} juin et 1^{er} décembre, en monnaie or des Etats-Unis; il est exempt de tous impôts français présents et futurs.

L'amortissement, réparti sur une période de 20 ans, a été assuré pendant les cinq premiers exercices par un fonds annuel de 9 millions de dollars; aucune annuité n'ayant été prévue pour la deuxième période, les titres restant en circulation en juin 1926 seront remboursés au pair en 1941.

3^e Emprunt 7 % 1924. Le troisième emprunt a été conclu en novembre 1924 avec un consortium de banques qui comprenait encore la maison Morgan.

Il a été émis comme le précédent en obligations de 1.000, 500 et 100 dollars mais avec une prime de 6 %. En revanche l'intérêt est abaissé à 7 %; il est payable en deux semestrialités les 1^{er} juin et 1^{er} décembre en monnaie or des Etats-Unis et le coupon est exempt de tous impôts français présents et futurs.

L'amortissement, échelonné sur 25 ans doit être terminé le 1^{er} décembre 1949. Il est opéré, au moyen d'une annuité de 4.200.000 dollars, par rachat des titres à 105 % maximum plus les intérêts courus ou par tirages à ce prix, les intérêts courus ne pouvant dans ce cas être prélevés sur le fonds d'amortissement.

Signalons pour terminer que la ville de Soissons a émis à New-York en mars 1922 avec une prime de 14 1/2 % un emprunt 6 % de 6 millions de dollars remboursable au plus tard le 14 novembre 1936.

Cet emprunt présente cette caractéristique qu'il est gagé par des annuités de dommages de guerre.

A l'exception de la dette des stocks tous ces emprunts ont été conclus, disions-nous soit pour parer au remboursement d'emprunts de guerre, soit pour nous procurer des devises.

L'Amortissement de la Dette extérieure.

Grâce à ces opérations l'échéancier de la dette extérieure était établi suivant un plan plus correct et certaines dettes dont voici approximativement la liste, avec l'année du remboursement intégral, étaient amorties :

Norvège. Crédits en banque.....	1921
Suède. Crédits en banque.....	1921
Suisse. Crédits en banque.....	1922
Japon. Crédits de novembre 1918.....	1923
Espagne. Crédits en banque (sauf 5 millions)	1923
Japon. Reliquat des avances de la Banque Impériale	1924
Japon. Crédit de juin 1919.....	1924

Malgré ces amortissements le poids de la dette extérieure était très lourd car la dévalorisation du franc aggravait la charge de service dont nous décrirons plus loin le mécanisme.

Aussi profitant du renversement qui s'est produit sur le marché des changes, le Ministre des Finances s'est préoccupé de dégager complètement la Trésorerie et d'apporter un allègement au budget.

Pour les crédits hollandais et le reliquat des emprunts contractés en Suisse il en a assuré le remboursement au moyen d'emprunts contractés dans ces deux pays par les chemins de fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine, en contre-partie des avances qu'il avait consenties à ces deux compagnies. Le premier réseau a émis un emprunt de 60 millions suisses, en septembre 1926 et un emprunt de 20 millions de florins, en octobre 1926; le deuxième a émis en novembre 1926 un emprunt de 75 millions de francs suisses et en décembre 1926 un emprunt de 25 millions de florins.

Mais le produit de ces emprunts a servi d'abord comme nous l'avons dit à propos de l'achat des devises par le Trésor à consolider momentanément la possession d'une partie de ces devises; il n'a été appliqué que dans le courant de l'année 1927 à l'amortissement de la dette extérieure.

Le remboursement le plus important est celui des bons du Trésor français remis à la Banque d'Angleterre et dont le montant s'élevait le 1^{er} janvier 1927 à 53 millions de livres. Pour ce dernier exercice la charge était évaluée à 9.005.000 livres dont 8 millions pour l'amortissement. Cet amortissement qui devait être terminé en

1923, d'après la convention du 25 avril 1916, avait été reporté à 1930 suivant un échéancier ainsi établi par la convention du 12 avril 1923 :

1924	.....	5	millions de livres
1925	.....	6	— — —
1926	.....	7	— — —
1927	.....	8	— — —
1928	.....	9	— — —
1929	.....	15	— — —
1930	.....	5	— — —

Mais la Banque d'Angleterre avait demandé et obtenu des délais supplémentaires pour le retour de l'or, 18 millions de livres, qui devait avoir lieu avec un décalage de 4 ans ! Le rapatriement était échelonné entre le 31 mai 1928 — 1 million de livres — et le 30 novembre 1930.

A la suite de pourparlers engagés entre les gouverneurs des deux Instituts d'émission, la Banque d'Angleterre a reçu le 22 avril 1927 le versement d'une somme de 33 millions de livres et la Banque de France est rentrée en possession de son dépôt d'or.

Les crédits égyptien et canadien ont été éteints en 1926; en 1927 le Trésor a remboursé les 6 millions de livres de bons en circulation en Angleterre ainsi que les 5 millions de dollars qui lui avaient été avancés par la Commission d'évaluation des dommages en Turquie. Enfin le compte de l'Uruguay a été liquidé le 31 décembre 1928. Comme conséquence de ces remboursements la dette commerciale extérieure est passée de 18 milliards environ le 1^{er} janvier 1926 à 4.866 millions le 31 mars 1930; en voici la décomposition :

<i>Désignation de la dette</i>	<i>Nature de la monnaie</i>	<i>Capital en monnaie étrangère</i>
Etats-Unis :		
Emprunt 1921	dollars (25 fr. 52)	60.805.000
Emprunt 1924	—	78.740.000
Emprunt des Trois Villes	—	45.000.000
Reliquat de l'emprunt 5 1/2 % 1917	—	2.100.000
Reliquat de l'Anglo-French	—	13.650
Argentine :		
Crédits en banque	pesos-or (24 fr. 62)	8.220.000

C'est donc un amortissement de treize milliards dont l'importance n'échappera à personne si on veut bien songer que le service de ces treize milliards comportait une charge budgétaire de trois milliards environ et une sortie correspondante d'or.

Si on y ajoute le montant des amortissements de la dette intérieure et les avoirs du Trésor et de la Caisse Autonome c'est une diminution réelle et en puissance de la dette globale de près de 45 milliards de 1926 à 1930 dont 10 environ prélevés sur les versements de l'Allemagne.

Il nous reste à rappeler brièvement comment était assuré le service de la dette commerciale.

Jusqu'en 1926 la charge totale des trois emprunts contractés aux Etats-Unis en 1920, 1921 et 1924 donnait lieu à une inscription budgétaire.

Pour les autres emprunts le budget assurait le service des intérêts et la Trésorerie celui de l'amortissement; ce dernier procédé a été abandonné à partir du budget de 1927 et déjà au titre de 1926 le Trésor a reçu 830 millions sur le reliquat du plan Dawes. Désormais la dépense afférente aux intérêts et à l'amortissement de la dette extérieure est inscrite au budget.

Cependant il y a deux emprunts qui ne donnent lieu à aucun amortissement annuel, l'emprunt de 45 millions,

dit des Trois Villes, remboursable en totalité en 1934, et l'emprunt 7 1/2 % contracté en 1921 aux Etats-Unis dont l'amortissement est suspendu depuis juin 1926; le solde en circulation, 60 millions de dollars est remboursable en 1941.

Avant de terminer il nous a paru utile, pour donner une idée du poids de la dette commerciale, d'indiquer le montant de la charge du service pour l'année 1927, prise à titre d'exemple :

Loi de finances de l'exercice 1927 :

Chapitres 11 à 15 bis, ministère des finances	2.387.550.000 millions	
Chapitre 26, ministère des finances	1.770.611.250	—
	4.158.161.250	—

Ces chiffres se passent de commentaires et sont la réponse la plus nette aux calomnies répandues sur notre pays, accusé de se dérober au paiement de ses dettes.

II. — La dette politique.

La dette politique a été contractée comme la dette commerciale pour les besoins de la défense nationale. Elle était donc destinée à couvrir les mêmes dépenses et si elle a fait l'objet d'un classement spécial c'est en raison de diverses considérations et notamment de la qualité des créanciers, les Trésoreries anglaise et américaine. La notion de temps est également intervenue et c'est ainsi qu'en vertu d'un accord conclu le 13 mars 1919 avec l'Angleterre, les engagements antérieurs au 15 mars 1919 sont réputés dettes de guerre. Il semble bien que les Etats Unis s'en soient inspirés également pour s'opposer à l'incorporation de la dette des stocks dans la dette politique.

a) *Dette Anglaise.*

Cette dette était représentée par des bons du Trésor français, libellés en livres sterlings, qui étaient remis au gou-

vernement britannique au titre de ses avances ou des cessions de matériel. Il faut noter, pour saisir la portée de certaines revendications françaises, que ces bons étaient établis sans qu'aucun contrôle et aucune vérification fussent opérés sur le chiffre des créances qui nous étaient présentées, mais à chaque émission des réserves expresses étaient formulées sur nos droits à des redressements ultérieurs.

Le montant des bons remis à la Trésorerie britannique englobait d'une part le capital, d'autre part les intérêts capitalisés. Le taux de l'intérêt, calculé à l'origine d'après le montant de celui des bons du Trésor anglais est passé de 3 1/4 % à 6 %; à partir de 1916 l'escompte fut assuré au taux pratiqué par la Banque d'Angleterre et s'éleva progressivement de 5 à 7 1/2 %. Le montant des intérêts compris dans la valeur des bons détenus par le gouvernement anglais avait porté nos engagements de 454 millions en 1919 à 620 millions de livres au 30 juin 1924.

Les avances nous avaient été consenties à la suite de divers arrangements signés entre les deux gouvernements, le 30 avril 1915, le 8 février 1916, le 24 août 1916 (accord de Calais), enfin les 29 mai et 28 juin 1917. En vertu de ces accords, les bons, à échéances de 12 mois, devaient être remboursés trois ans après la conclusion de la paix.

b) *Dettes américaine*

Les avances de la Trésorerie américaine ont été réglementées dès l'entrée en guerre de l'Amérique par une loi. Le 11 avril 1917 le Président du Comité des Voies et Moyens, M. Kitchin, déposait à la Chambre des Représentants un bill prévoyant l'émission d'un emprunt à long terme de 5 milliards de dollars dont 3 milliards pour avances aux Alliés.

Quatre lois successives des 24 avril 1917 (First Liberty Loan Act), 24 septembre 1917 (Second Liberty Loan Act), 4 avril 1918 (Third Liberty Loan Act), et 9 juillet 1918 (Fourth Liberty Loan Act) ouvrirent à la France des crédits qui à la

suite de divers remboursement s'élevaient à 2785 millions de dollars en décembre 1919.

Un des principes fondamentaux du système de prêts aux alliés était la délivrance d'obligations négociables, dans des conditions identiques à celles du placement des Liberty Bonds, afin de permettre un jour la substitution dans le public, de bons alliés aux bons du Trésor fédéral; en attendant la remise de ces titres définitifs, des certificats provisoires remboursables à vue, étaient délivrés par le Trésor français.

Les obligations étaient libellées en dollars mais à partir du 25 janvier 1919 il était stipulé que la Trésorerie américaine pouvait se faire rembourser en francs au taux de 5,1825, en cas de baisse du dollar, de 5,45 à partir du 1^{er} avril 1919; à partir de cette dernière date le porteur avait même une option de remboursement en dollars à New-York ou en francs à Paris, sur la base du cours du change sur Paris au jour de la présentation.

Le taux des intérêts a varié de 3 % en juin 1917 à 5 % à partir du 15 mai 1918.

Ces intérêts n'ayant pas été payés depuis le 15 mai 1919, la dette totale s'élevait à 3876 millions de dollars le 15 novembre 1925 dont 943 millions au titre des intérêts.

Dette des stocks.

Bien que de caractère commercial cette dette a été incorporée à la dette politique à la suite de longues et pénibles discussions.

A la suite d'une convention du 1^{er} août 1919 le gouvernement français a acheté aux Etats Unis les stocks de l'armée américaine, au prix forfaitaire de 400 millions de dollars.

Deux conventions nouvelles des 5 janvier et 9 mars 1920 ont réglé la cession de matériel des chemins de fer (matériel solide) et de machines outils.

Les obligations remises pour ces trois cessions s'élevaient à 407 millions de dollars; elles portaient un intérêt de 5 %

l'an qui a été payé régulièrement les 5 janvier et 5 juillet de chaque année.

On sait que l'éventualité du remboursement fixé par le contrat au 1^{er} août 1929 nous aoblisés à constituer une provision considérable de devises. Il est bien regrettable que nos négociateurs n'aient pas prévu, comme les contrats de prêts des Etats Unis, la baisse du franc et stipulé le remboursement payable en francs.

La dette des stocks a été incorporée à la dette politique à la suite de la ratification des accords Mellon-Berenger.

Le règlement des dettes interalliées.

On n'a pas oublié les difficultés auxquelles a donné lieu ce règlement. Quelle était la position des divers pays, au lendemain de la guerre ?

D'un côté l'Amérique a montré une intransigeance tenace et s'est refusée non seulement à réduire le montant de ses créances mais encore à lier le règlement des réparations allemandes et celui des dettes interalliées.

Cette dernière question ayant été soulevée à la conférence de la paix par les délégations italienne et française, M. Albert Rathborne, sous-secrétaire de la Trésorerie, exposait son sentiment dans la lettre ci-dessous qu'il adressait le 8 mars 1919 à M. E. de Billy, haut commissaire français :

« Je dois vous informer de la façon la plus nette que la Trésorerie américaine, qui, comme vous le savez, a une autorité absolue conférée par le Congrès en matière de prêts accordés par elle à des gouvernements étrangers, ne consentira à aucune discussion, à la Conférence de la Paix et ailleurs d'un projet ou d'un accord ayant pour objet la libération, la consolidation ou une nouvelle répartition des obligations de gouvernements étrangers détenues par les Etats-Unis.

« Vous comprendrez aussi que la Trésorerie ne saurait songer à continuer des avances à aucun gouvernement allié, favorable à un projet qui aurait pour résultat de rendre

incertain le paiement à maturité des avances consenties par la Trésorerie américaine.

« Je vous serai reconnaissant de communiquer l'opinion de la Trésorerie à votre Gouvernement. J'attendrai sa réponse avec impatience ».

M. Lloyd George ayant écrit au Président des Etats-Unis, au sujet des réparations et des dettes interalliées, recevait en octobre 1920 de M. Wilson une lettre dont voici un extrait.

« Il est très improbable que soit le Congrès, soit l'opinion
 « publique américaine permettent jamais l'annulation
 « d'une partie quelconque de la dette du gouvernement
 « britannique envers les Etats-Unis en vue d'induire le
 « gouvernement britannique à faire remise de tout ou par-
 « tie de la dette de la France ou d'un autre des gouverne-
 « ments alliés envers la Grande-Bretagne, ou qu'ils consen-
 « tent à une réduction des dettes de l'un quelconque des
 « gouvernements alliés comme encouragement à un règle-
 « ment pratique des réparations.... Le gouvernement des
 « Etats-Unis est entièrement d'accord avec le gouverne-
 « ment britannique pour considérer que la fixation des répa-
 « rations dues par l'Allemagne est d'une nécessité fonda-
 « mentale pour la renaissance de la vie économique de
 « l'Europe et qu'elle serait très utile à la cause de la paix
 « dans le monde entier; toutefois, il n'aperçoit pas ce qu'il y
 « a de logique à suggérer effectivement que les Etats-Unis
 « paient une partie des réparations dues par l'Allemagne
 « ou qu'ils fassent un don gratuit aux gouvernements alliés
 « pour les induire à fixer ces réparations à un chiffre que
 « puisse payer l'Allemagne. *Le gouvernement des Etats-Unis*
 « *s'est efforcé jusqu'ici, dans l'esprit le plus amical, d'indi-*
 « *quer clairement qu'il ne peut consentir à établir un lien*
 « *entre la question des réparations et celle des dettes entre*
 « *gouvernements.* »

La France qui était accablée par une dette énorme et qui devait en outre faire face aux réparations des régions libérées a tenté sans succès d'obtenir des abattements sur le montant de sa dette envers l'Amérique ou, tout au moins, le

principe de la liaison rigoureuse du problème des dettes et de celui des réparations, principe qui avait été admis par l'Angleterre dans l'article 2 de la déclaration commune de Hythes du 16 mai 1920.

En 1922, le gouvernement des Etats Unis constituait une Commission des dettes de guerre qui demanda aux débiteurs de l'Amérique leurs observations ou leurs propositions. Le gouvernement français saisi de cette demande le 24 avril, déléguait aux Etats-Unis M. Parmentier avec mission non pas de négocier mais d'exposer l'impossibilité actuelle pour la France de régler sa dette de guerre et de souligner notre volonté d'un règlement général de toutes les dettes de guerre, dettes interalliées et réparations.

Notre plénipotentiaire se heurta naturellement à l'intransigeance américaine et les pourparlers ne devaient reprendre qu'en novembre 1924.

Entre temps l'Angleterre avait précisé à nouveau son point de vue, transaction sur les dettes interalliées et réduction du montant de la dette allemande dans les notes Balfour du 1^{er} août 1922, Bonar Law du 3 janvier 1923, Curzon du 11 août 1923. Elle engageait également avec les Etats-Unis des négociations qui aboutissaient à l'accord Baldwin-Mellon conclu en juin 1923. Si ses vues claires sur une liquidation correcte de la guerre s'inspiraient des données du problème économique et de la nécessité de rétablir ses exportations, sa hâte à régler isolément la question des dettes lui était imposée par sa politique de revalorisation intégrale de la livre.

Tandis que l'Angleterre et les Etats-Unis arrivaient à un accord, le contact était repris entre notre ambassadeur et la Trésorerie américaine. L'opinion anglaise en était émue et le 10 décembre 1924 dans un discours prononcé à la Chambre des Communes M. Winston Churchill, chancelier de l'Echiquier, après avoir exposé la position de l'Angleterre déclarait que la Grande-Bretagne ne désirait pas empêcher la conclusion d'un arrangement entre la France et les Etats Unis, mais il proclamait son droit à recevoir « des paiements proportionnels à ceux que la France effectuerait aux Etats-Unis ».

Au cours des semaines suivantes des échanges de vues avaient lieu entre M. Churchill et M. Clémentel et en juin 1925 sir Austen Chamberlain demandait au Gouvernement français de formuler des propositions précises.

M. Caillaux se rendit à Londres en août pour débattre ce grave problème avec M. Churchill. À la suite de cette entrevue et après délibération en Conseil des Ministres il offrit comme base d'accord le chiffre de 12 millions 1/2 de livres mais sous trois réserves : moratoire partiel pendant cinq ans, clause de sauvegarde en cas de difficultés de transfert, clause de sauvegarde en cas de défaillance de l'Allemagne.

À la suite de démarches pressantes de M. Churchill auprès des ministres des Finances un arrangement provisoire intervenait le 22 avril 1926 aux termes duquel la France s'engageait à verser à l'Angleterre pendant l'exercice 1926-1927, une somme de 4 millions de livres dont 2 millions avant le 1^{er} janvier 1927.

Un accord définitif était conclu le 12 juillet 1926 en vue du remboursement de notre dette en 62 annuités ainsi fixées :

1926-1927	.....	4.000.000 livres
1927-1928	.....	6.000.000 —
1928-1929	.....	8.000.000 —
1929-1930	.....	10.000.000 —
1930 à 1957	.....	12.500.000 —
1957 à 1988	.....	14.000.000 —

Nous disions que le contact avait été repris avec les Etats-Unis en novembre 1924 mais les pourparlers n'avançaient pas et en juin 1925 le Gouvernement américain nous pressait de formuler des propositions concrètes.

Afin d'arriver plus rapidement à un accord satisfaisant une mission française présidée par M. Caillaux se rendait à Washington en septembre. Malgré huit jours de délibérations où furent débattus de part et d'autre le chiffre global de la dette, le nombre et le montant des annuités, les clauses de transfert et de sauvegarde, les conditions des accords franco-anglais, provisoires d'ailleurs, aucun arran-

gement n'était conclu. Mais les négociations n'étaient pas rompues et après de nouveaux échanges de vues M. Henry Bérenger, était chargé de conclure avec la Trésorerie Américaine un règlement définitif.

L'accord était conclu le 29 avril 1926. La dette des stocks était incorporée à la dette politique et notre dette était fixée à 4.025.000.000 dollars, capital et intérêts.

Les paiements en sont répartis sur 62 annuités variant de 30 millions de dollars pour la première à 100 millions pour la onzième, 120 millions pour la seizième, 125 millions de la 17^e à la 62^e.

En échange des obligations détenues par le Gouvernement américain la France devait remettre des bons datés du 15 juin 1925. Ces bons ne devaient pas porter intérêt avant le 15 juin 1930; après cette date ils produiront un intérêt allant de 1 % pour les dix premières années à 3,5 % à partir de 1965.

La ratification de ces accords a rencontré une très vive opposition au Parlement français et elle n'a été obtenue que trois ans après et à une faible majorité. Nous ne rappellerons pas les discussions qui se sont élevées soit au Parlement soit en dehors du Parlement.

Nous noterons cependant qu'en ce qui concerne la dette américaine, par suite du non-paiement des intérêts jusqu'au 15 novembre 1925, le capital qui s'élevait à 2.785.300.000 dollars le 31 décembre 1919 se trouvait porté à 3.876 millions de dollars; si on y ajoute la dette des stocks nous étions redevables de 4283 millions.

Le paiement de ces dettes est simplifié depuis la substitution du plan Young au plan Dawes. En effet c'est la banque des règlements internationaux qui est chargée à la fois de recouvrer la créance allemande et de solder nos dettes politiques. Il est inutile de souligner combien cette solution donnée au problème général des dettes nées de la guerre peut servir la cause de la paix.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Nous nous étions engagé à faire cette étude en toute impartialité. Ce serait une première satisfaction si nous y avons réussi.

La liquidation de la guerre a été opérée au milieu de difficultés inextricables que nous avons soulignées pour mieux assurer la liberté de notre jugement.

Nous avons relevé, sévèrement parfois, les nombreuses erreurs qui ont été commises mais il ne faut pas perdre de vue, quand on envisage dans son ensemble l'œuvre de ces dix dernières années, que tous les problèmes intérieurs ont été dominés par des considérations d'ordre international.

Les plus importants de nos alliés, l'Angleterre et les Etats-Unis, nous ont abandonné au lendemain de la guerre et non seulement ils ont rompu la solidarité matérielle et morale mais encore ils ont, en diverses circonstances, contrarié notre action dans la question des réparations imposées à l'Allemagne par le Traité de Versailles.

Aussi tandis que nous consacrons des sommes considérables à la restauration des régions libérées nous ne recevions que des sommes insignifiantes, 7 milliards de francs, de l'armistice à septembre 1924. Cette question n'est entrée, semble-t-il, dans le domaine pratique que le jour où les Etats-Unis ont imposé le règlement des dettes interalliées. Si, comme nous l'avons dit, le plan Dawes est né de l'occupation de la Ruhr, l'action des Etats-Unis n'y est pas étrangère.

La politique française, la politique internationale ont été dominées par l'attitude des Etats-Unis qui, après

avoir refusé de signer le traité de Versailles, le pacte de garantie, de siéger à la Société des Nations ont cependant été présents *officieusement* à toutes les grandes conférences internationales où se traitaient les problèmes de l'après-guerre; il n'est pas excessif d'affirmer que le dollar a été l'arbitre des destinées de l'Europe.

Il n'en reste pas moins qu'après des années de tâtonnements et d'erreurs notre pays a procédé à un rétablissement inespéré de sa situation; l'histoire de ces dernières années a démontré que les Français sont capables de suivre qui veut et qui sait gouverner.

Vu, le Doyen,
H. BERTHELEMY

Vu, le Président de la Thèse,
G. JEZE.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLETY

BIBLIOGRAPHIE

- Aftalion.** — *Monnaie, prix et change* (Sirey, 1927).
E. Allix. — *Traité de Science des finances* (Rousseau, 1927).
Bonnet (Georges). — *Comment avoir un franc-stable* (Payot, 1926).
Frayssinet (Pierre). — *La politique monétaire de la France, 1924-1928*, Paris 1928 (Sirey).
Germain-Martin. — *Les Finances publiques de la France et la Fortune privée* (Payot, 1925).
— *Une année de politique financière* (Guillemot et de Lamothe, Paris, 1927).
Germain-Martin (Henry). — *De la prétendue faillite des lois économiques*. (Librairie moderne de droit et de jurisprudence).
Jèze (Gaston). — *Le Crédit public. Cours de Science et de législation financières* (Giard, Paris, 1925).
Mendes-France (Pierre). — *L'œuvre financière du Gouvernement Poincaré*. (Librairie générale de Droit et de jurisprudence, Paris, 1928).
Piètri (François). — *La querelle du franc*. (Librairie Hachette, Paris, 1929).
Rist. — *La déflation en pratique* (Giard, 1924).

Journaux et revues

- Revue de science et de législation financière.*
Revue politique et parlementaire.
Bulletin de statistique et de législation comparée.
Bulletin de la statistique générale de la France.
L'Economiste Européen.
Le Capital.
Le Temps (notamment les chroniques financières de M. Frédéric Jenny).
Les Débats (chroniques financières de MM. Germain-Martin et Maroni).

L'Information Financière.

Journal Officiel.

Compte rendu des opérations de la Banque de France.

Rapports de la Caisse Autonome.

Documents parlementaires

Inventaire général de la France, 1924.

Rapport du Comité des experts (Imprimerie nationale, 1926).

Projets de loi, budget général (exposé des motifs) de 1920 à 1930.

Rapports généraux (Chambre et Sénat).

Rapports spéciaux sur le budget du ministère des Finances
(notamment les rapports de M. Palmade député, 1927
à 1930).

Débats parlementaires.

TABLE DES MATIÈRES

Avant-Propos	7
Le milieu politico-social	8

PARTIE SPECIALE

LES PHENOMENES ECONOMIQUES

Les phénomènes économiques et les finances publiques.....	13
I. — L'INDUSTRIE. — L'Industrie houillère	14
La Métallurgie	15
Les Indices de la production industrielle.....	20
L'Industrie automobile	22
L'Industrie aéronautique	24
La Concentration capitaliste.....	26
II. — L'AGRICULTURE	28
L'Elevage	34
III. — LE COMMERCE	38
Les Chemins de Fer.....	38
Le Commerce extérieur.....	42
Conclusion. — Le redressement économique et les finances pu- bliques. La richesse nationale.....	47

II

LA SITUATION INTERNATIONALE

Aperçu général. — Les bouleversements politiques causés par la Guerre	50
La politique de l'Angleterre	51
I. — Le Traité de Versailles et les Réparations	52
Les Conférences Internationales.....	53
L'état des paiements	54
Les manquements de l'Allemagne et l'occupation de la Ruhr....	55
Le plan Dawes	56
Le plan Young	57
II. — Les Réparations et les lois économiques	58
Les Problèmes d'après-guerre et les experts	59

PREMIERE PARTIE

JANVIER 1920 A AOUT 1926.

Aperçu général	61
La dette publique en décembre 1919.....	61
La politique budgétaire de 1920 à 1929.....	63
La dette publique après la guerre et la politique d'emprunt.....	74
I. — <i>La Dette Perpétuelle</i>	77
1° Emprunt 6 % 1920.....	78
2° Emprunt 4 % 1925 à garantie de change.....	81
II. — <i>La Dette à Long Terme</i>	86
1° Emprunt 5 % 1920.....	86
2° Emprunt du Crédit National 5 % mai 1920.....	89
3° Emprunt du Crédit National 6 % 1921.....	90
III. — <i>La Dette à Terme Moyen</i>	91
1° Obligations de la Défense Nationale.....	91
2° Emissions du Crédit National : Emprunts 6 % 1921, 6 % 1923	93
3° Obligations décennales	94
IV. — <i>La Dette à Court Terme</i>	95
1° Obligations du Trésor.....	95
2° Emprunts du Crédit National.....	97
L'aménagement déplorable des échéances.....	98
V. — <i>La Dette Flottante</i>	99
1° Les avances de la Banque de France.....	100
2° Les Bons de la Défense Nationale.....	107
Les dangers de la dette flottante et la nécessité de la consolider	111
Les propositions de consolidation des bons de la Défense Nationale	112
La confiance	112
Les propositions socialistes; le prélèvement sur le capital... ..	113
L'emprunt forcé	114
La loterie	116
Propositions diverses	117
La proposition socialiste de création d'un Office National des tabacs	119
La proposition de remboursement des Bons de la D. N. par émission de papier-monnaie.....	119
a) Proposition Aubriot	119
b) Projet Caillaux	120
Les projets discutés au Parlement.....	125
a) Le projet socialiste de prélèvement sur le capital... ..	125
b) Le projet Painlevé.....	125

DEUXIEME PARTIE

AOUT 1926-MARS 1930

I

Aperçu général	127
La situation du Budget et de la Trésorerie en juillet 1926.....	130
I. — 1° Le problème monétaire.....	133

2° La loi du 7 août 1926.....	136
3° La hausse du franc.....	139
4° Les achats de devises :	
a) par le Trésor.....	143
b) par la Banque de France.....	149
Les circuits monétaires.....	154
La circulation fiduciaire.....	157
II. — 1° La consolidation de la dette à court terme.....	161
2° Les emprunts amortissables :	
Bons décennaux 7 % 1926.....	165
Bons du Trésor à 15 ans 7 % 1927.....	167
Rentes 6 % 1927.....	170
Obligations 6 % 1927.....	178
Rentes 5 % 1928.....	186
3° Les emprunts indirects :	
Annuités des dommages de guerre.....	203
Emprunts remboursables par annuités terminables.....	204
4° La dette publique en 1930.....	212
5° La discalité.....	213

II

LA TRESORERIE

I. — <i>Son nouveau rôle depuis août 1926.</i>	222
1° L'échéance de juillet et de la dette extérieure; les bons de la Défense Nationale.....	223
2° Les bons du Trésor.....	224
3° Les comptes courants au Trésor.....	225
4° Le remboursement des avances de la Banque de France.....	228
5° Les bons du Trésor escomptés pour avances aux gouverne- ments étrangers.....	231
II. — <i>La stabilisation.</i>	236
1° Les avances de la Banque de France et la stabilisation.....	238
2° L'Etat et ses créanciers.....	246
3° L'Etat et les retraités.....	248
Appendice. — Les Currency Notes.....	251

III

LA CAISSE AUTONOME D'AMORTISSEMENT

Aperçu général.....	256
I. — <i>Les lois d'août 1926.</i>	261
1° L'organisation de la Caisse.....	262
2° Ses attributions.....	264
3° Ses ressources.....	265
4° La gestion des Bons de la Défense Nationale.....	270
a) L'Emprunt d'octobre 1926.....	271
b) L'aménagement des échéances.....	273
c) La circulation des bons.....	280
L'emprunt de février 1929.....	283
5° Montant de la dette gérée au 31 décembre 1929.....	286
6° Les nouvelles attributions de la Caisse Autonome en vertu de l'article 96 de la loi du 30 décembre 1928.....	287

II. — <i>L'amortissement de la Dette publique</i>	291
1° Produit des ressources d'amortissement.....	291
2° Utilisation de ces ressources.....	295
3° Le volume de l'amortissement.....	299
Les conversions	300
III. — <i>Les ressources de la Caisse et le Trésor</i>	302

IV

LA DETTE EXTERIEURE

La dette au 31 décembre 1919.....	307
L'aménagement de cette dette.....	307
I. — <i>La dette commerciale</i>	305
1° La dette de guerre.....	310
2° La dette d'après-guerre.....	312
Les stocks anglais.....	312
Les emprunts aux Etats-Unis.....	313
L'Emprunt Kreuger	314
3° L'amortissement de la dette commerciale.....	315
II. — <i>La dette politique</i>	316
1° La dette anglaise.....	319
2° La dette américaine.....	320
La dette des stocks.....	321
3° Le règlement des dettes interalliées.....	322
Conclusion générale	327

